بسم الله الرحمن الرحيم


جامعة اليرموك
كلية الإقتصاد والعلوم الإدارية
قسم العلوم المالية والمصرفية


رسالة ماجستير بعنوان

# أثر إعادة هيكلة سوق عمان المالي على عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية المدرجة في السوق

# The Effect of Restructuring of Amman Stock Exchange (ASE) on Stock Returns of the Jordanian Commercial Banks Listed in the (ASE)


إعداد الطالب

محمد أحمد باش

إشراف

الأستاذ الدكتور علي المقابلة


قدمت هذه الرسالة إستكمالا لمتطلبات درجة الماجستير في العلوم المالية والمصرفية، من جامعة اليرموك

2008

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

بسم الله الرحمن الرحيم

جامعة اليرموك
كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية
قسم العلوم المالية والمصرفية

رسالة ماجستير بعنوان

أثر إعادة هيكلة سوق عمان المالي على عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية المدرجة في السوق

The Effect of Restructuring of Amman Stock Exchange (ASE) on Stock Returns of the Jordanian Commercial Banks Listed in the (ASE)

إعداد الطالب

محمد أحمد باش

**أعضاء لجنة المناقشة**

**الأستاذ الدكتور علي حسين المقابلة ................................ (مشرفاً)**

**الأستاذ الدكتور وليد محمود حميدات.............................. (عضواً)**

**الأستاذ الدكتور هيل عجمي الجنابي ................................ (عضواً)**

**الدكتور محمد محمود العجلوني.................................... (عضواً)**

قدمت هذه الرسالة استكمالا لمتطلبات درجة الماجستير في العلوم المالية والمصرفية، من جامعة اليرموك

2008/11/26

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

## الإهداء

أهدي هذا الجهد المتواضع لمن قال الله في حقهما

"وَقُلْ رَبِّي ارْحَمْهُمَا كَمَا رَبَّياني صَغيرا"

إلى والدي براً بهما وحباً لهما

الباحث

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

\'

## *الشكر والتقدير*

الحمد لله رب العالمين على توفيقه لي لإنجاز هذا العمل المتواضع، وأصلي وأسلم على معلم الإنسانية وهادي البشرية سيدنا محمد بن عبد الله وعلى صحبه ومن والاه.

وبعد، فإنه لا يسعني في هذا المقام إلا أن أتوجه بخالص الشكر وعظيم التقدير والإمتنان إلى الأستاذ الدكتور علي المقابلة الذي أشرف على هذه الرسالة وتفضل بإبداء ملاحظاته وتوجيهاته المنهجية القيمة، فله مني جزيل الشكر وعظيم الإمتنان.

كما أتقدم بالشكر والتقدير للأستاذ الدكتور وليد حميدات الذي زودني بخيرة نصائحه وآراءه العلمية السديدة وإقتراحاته البنّاءة.

وفي الوقت ذاته أذكر بكل إحترام وتقدير الدكتور محمد العجلوني الذي كان لآراءه وأفكاره العلمية وإرشاداته القيمة الأثر في صقل هذه الدراسة وإثرائها.

وأسجل أيضاً الى الأستاذ الدكتور هيل الجنابي وافر الشكر وعظيم التقدير على ما أبداه من ملاحظات وإقتراحات سديدة بناءة ساهمت في وضع هذه الدراسة بالصورة التي تناسبها.

والله ولي التوفيق ،،،

الباحث

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

## فهرس المحتويات



© Arabic Digital Library-Yarmouk University

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

# فهرس الجداول



© Arabic Digital Library-Yarmouk University

# فهرس الملاحق



© Arabic Digital Library-Yarmouk University

# ملخص الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى إستقصاء أثر إعادة هيكلة سوق عمان المالي على عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية المدرجة في السوق.

وعلى خلاف معظم الدراسات السابقة في هذا المجال، ولتقدير أثر عملية إعادة هيكلة سوق عمان المالي مجتمعة على عوائد الأسهم قمنا بتبني منهجية تأخذ بعين الإعتبار العوامل الإقتصادية الكلية التي تؤثر على عائد السهم. وذلك من خلال نموذج إنحدار خطي متعدد إحتوى على كل من معدل التضخم والرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي ومعدل النمو في عرض النقد (MS2) وأسعار الفائدة على أذونات الخزينة ، كما تم الإعتماد على فترتين جزئيتين قبل وبعد عملية إعادة الهيكلة تمتد كل منهما لمدة 79 شهراً. بحيث إمتدت الفترة الأولى من تاريخ 1-2-1991 ولغاية 31-8-1997، أما الفترة الثانية كانت من تاريخ 1-6-1999 ولغاية 31-12-2005.

وبالإعتماد على منهجية السوق (Market Methodology) تم إختبار أثر إنشاء كل مؤسسة من مؤسسات السوق المالي وهي هيئة الأوراق المالية وبورصة عمان ومركز إيداع الأوراق المالية، كما قمنا بإدخال متغير وهمي (Dummy Variable) يعبر عن إنشاء كل مؤسسة من هذه المؤسسات، وقد تم الإعتماد أيضا على فترتين قبل وبعد إنشاء كل مؤسسة من هذه المؤسسات تمتد كل منهما لمدة 30 يوماً، وذلك بغرض إختبار أثر إنشاء كل من هذه المؤسسات على عوائد أسهم البنوك على المدى القصير.

وأوضحت الإختبارات الاحصائية أن التغييرات الهيكلية التي شهدها السوق المالي الأردني كان لها أثر إيجابي ذا دلالة إحصاية عند مستوى معنوية (.10) على أغلبية عوائد أسهم البنوك عينة الدراسة، مما قد يعني أن السوق المالية الأردنية وبعد التغييرات الهيكلية التي شهدتها أدت



© Arabic Digital Library-Yarmouk University

إلى زيادة ثقة المستثمرين في السوق مما إنعكس ذلك إيجابياً على عوائد أسهم البنوك التجارية المدرجة في السوق.

وإن هذه الدراسة إذ تمكنت من إيجاد أثر ذا دلالة إحصائية على أغلبية عوائد أسهم البنوك التجارية عينة الدراسة، لا تؤكد أن البنوك الأخرى لم تتأثر عوائدها بعملية إعادة هيكلة السوق بل تؤكد على ضرورة تجربة وصياغة نماذج أخرى، إضافة إلى تأثير العوامل الأخرى على تحركات السوق وخصوصا المتغيرات السياسية والاجتماعية ذات العلاقة حيث أننا قمنا في هذه الدراسة بلإعتماد فقط على بعض العوامل الإقتصادية. كما نوصي بدراسة أثر إعادة هيكلة سوق عمان المالي على مؤشرات أخرى مثل القيمة السوقية للأسهم، وأحجام التداول.

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

# الفصل الأول

## الإطار العام للدراسة

### 1-1 المقدمة

تقوم الأسواق المالية بتنظيم عملية إنتقال الأموال بين المؤسسات وأفراد المجتمع وتوفيرها بطرق ميسرة وسريعة، وحتى تستطيع الشركة المساهمة العامة الإستفادة من وجود الأسواق المالية تقوم بإصدار أوراق مالية على شكل أسهم وسندات لبيعها إلى جمهور المستثمرين في السوق الأولية للحصول على الأموال اللازمة للقيام بالإستثمارات الرأسمالية الجديدة. وعلى الجانب الآخر يستطيع حاملو الأوراق المالية تحويلها إلى نقد عن طريق بيعها في السوق المالية الثانوية.

وقد أدى غياب سوق منظم لتداول أسهم هذه الشركات المساهمة العامة في الأردن إلى التفكير جدياً بإنشاء سوق للأوراق المالية. ودعت خطط التنمية الاقتصادية المتعاقبة لإنشاء مثل هذا السوق، وتجاوباً مع ضرورات نمو الاقتصاد الأردني فقد تم تأسيس سوق عمان المالي بموجب القانون المؤقت رقم(31) لسنة 1976، وضمن هذا الإطار تم تشكيل لجنة إدارة السوق بقرار من مجلس الوزراء بتاريخ 1977/3/16. ومنذ ذلك الحين أخذ نشاط سوق عمان المالي ينمو مع نمو الإستثمار في الأردن ويتعاظم مع مرور الزمن.

وضمن الإطار العام لتحديث سوق رأس المال في الأردن وبهدف تحديث التشريعات المالية المعمول بها في المملكة، فقد أُقر في سنة 1997 عدد من القوانين التي لها علاقة بسوق



© Arabic Digital Library-Yarmouk University

رأس المال من ضمنها قانون الأوراق المالية الذي هدف إلى إعادة تنظيم سوق رأس المال وتطويره بما يتلائم مع المعايير الدولية، وبموجب هذا القانون تم إنشاء ثلاث مؤسسات هي هيئة الأوراق المالية، وبورصة عمان/سوق الأوراق المالية، ومركز إيداع الأوراق المالية.

وتُجمع معظم الدراسات في المجالات الاقتصادية والمالية على القول بأنه للوصول إلى نظام إقتصادي متقدم يحقق الرفاهية لأفراده لا بد من توافر نظام مالي على درجة عالية من التنظيم يكفل للوحدات الإقتصادية المختلفة الحصول على إحتياجاتها من الأموال وإستثمار ما لديها من فوائض مالية. ففي دراسة لـــ (Anastassios,2007) أظهر الباحث أن تأسيس المؤسسات المالية القوية والسياسات التشريعية الواضحة هي ضرورية لحماية السثتمرين وتحفيزهم للإستثمار في الأصول المالية وخصوصاً في الدول النامية، وإن نظرة سريعة على بعض الأنظمة الاقتصادية المتطورة كالولايات المتحدة واليابان ودول أوروبا الغربية نجد أنه قد رافقها أنظمة مالية متمثلة في أسواق ومنشآت وأدوات مالية ذات درجة عالية من الكفاءة ساعدت على تحقيق ذلك المستوى الرفيع من الرفاهية لشعوب تلك المناطق.

وتعتبر التشريعات الإطار العام التي تحكم نشأة وإرتقاء وإندثار المؤسسات المالية، وعليها وإلى حد كبير يقع ايجابية أو سلبية هذه المؤسسات. وكما هو معلوم فان التشريعات تتطور مع تطور الزمن، فتظهر حاجات جديدة، وهذا الوضع ينطبق على التشريعات المالية الأردنية. ومن هنا نجد الكثير من التعديلات التي طرأت على القوانين التي تحكم عمل السلطة النقدية والبنوك التجارية. وبشكل عام فإن من السمات الرئيسية للتشريعات المالية الأردنية أنها متطورة وتساهم في توجيه المؤسسات المالية نحو تلبية الإحتياجات المالية لأطراف أخرى من المجتمع.

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

وتعتبر عملية إعادة هيكلة السوق المالي الأردني حدثاً هاماً ويتوقع أن يكون له أثر كبير على عوائد الأسهم للشركات المدرجة في السوق المالي بالنسبة للقطاعات الاقتصادية المختلفة؛ وذلك لأن هذه العملية تعمل على تهيئة المناخ العام للإستثمار في الأردن كما تعمل على توفير بُنى تحتية بالإضافة إلى تطوير الفعالية التنظيمية والإشرافية لهذا السوق. ويعتبر القطاع المصرفي أحد أهم القطاعات الاقتصادية الحيوية التي تلعب دوراً كبيراً في نمو الاقتصاد وتطوره وخصوصاً مع تضاعف نشاط هذه البنوك في السنوات الأخيرة والإقبال على التعامل بأسهمها.

لذلك نرى أنه من الضروري معرفة أثر إعادة هيكلة سوق عمان المالي على عوائد الأسهم للبنوك التجارية الأردنية نظراً لأن هذه البنوك لها دور هام ورئيسي في عمليات التنمية من خلال الخدمات التي تقدمها فهي الممول الرئيسي لمختلف القطاعات الإقتصادية وعلى قدرتها وكفاءتها يتوقف درجة النمو والإزدهار الإقتصادي في البلاد.

## 1-2 مشكلة الدراسة

يُعتبر قرار إعادة هيكلة سوق عمان المالي قراراً يشير إلى نقلة نوعية مهمة في تاريخ السوق المالية الأردنية. فهذا القرار يهدف إلى تعزيز جاذبية السوق والثقة به بما يضمن مزيد من الإفصاح والشفافية والحماية للمتعاملين، وهو يوفر مرجعية نظامية متكاملة تشمل أهم المبادئ والأسس والنصوص التي تغطي كافة الجوانب المتعلقة بالسوق المالية من حيث تحديد الهياكل والمؤسسات الإشرافية والرقابية والتنفيذية للسوق وتحديد الصلاحيات والمهام الموكلة لها، مما قد يؤثر على عوائد الأسهم، ولقد قمنا في هذه الدراسة بالإعتماد على عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية نظراً للزيادة الكبيرة الملحوظة في عدد الأسهم المتداولة لهذه البنوك

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

في السنوات التي تلت عملية إعادة الهيكلة وإنشاء المؤسسات الإشرافية والرقابية والتنفيذية للسوق، حيث أن هذه الزيادة كانت أكبر من الزيادة في عدد الأسهم المتداولة للقطاعات الرئيسية الأخرى. وبناءً على ذلك يمكن صياغة مشكلة الدراسة من خلال طرح السؤالين التاليين:

1- ما هي الدوافع المرتبطة بالتغييرات الهيكلية لسوق عمان المالي؟

2- هل تؤثر إعادة هيكلة سوق عمان المالي وإنشاء كل مؤسسة من مؤسسات السوق المالي المتمثلة في هيئة الأوراق المالية، وبورصة عمان، ومركز إيداع الأوراق المالية على عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية المدرجة في السوق ؟

## 3-1 أهداف الدراسة

إن الهدف الأساسي لهذه الدراسة يتمثل في محاولة الكشف عن أثر إعادة هيكلة سوق عمان المالي على عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي، وعن أثر كل مؤسسة من مؤسسات السوق المالي التي أنشئت على عوائد أسهم هذه البنوك. وعن نوع هذا التأثير إن وجد سلبي أم إيجابي، وذلك من خلال مقارنة عوائد الأسهم لهذه البنوك قبل وبعد هذه التغييرات الهيكلية وإيجاد الفروقات الإحصائية بين عوائد هذه الأسهم.

## 4-1 أهمية الدراسة

تأتي أهمية الدراسة في ظل التطورات الكبيرة التي حصلت لسوق عمان المالي في السنوات الأخيرة والتي يمكن إجمالها في الآتي:



© Arabic Digital Library-Yarmouk University

1. أصدر مجلس الوزراء قانون الأوراق المالية المؤقت رقم(23) لسنة 1997 والذي تضمن عدد من القوانين التي لها علاقة بسوق رأس المال. والذي يميز هذه القوانين وضع الهيكلية المتكاملة لسوق المال التي تُوضح المبادئ والأسس والنصوص التي تغطي كافة الجوانب المتعلقة بالسوق. كما أن من أهم إفرازات نظام السوق المالي إعادة هيكلة هذا السوق الذي تمثل في إنشاء كل من هيئة الأوراق المالية وبورصة عمان ومركز إيداع الأوراق المالية، وما يترتب على إعادة هيكلة السوق من نتائج تؤثر على أسعار وعوائد الأسهم.

2. التزايد المستمر في عدد الأسهم المتداولة لقطاع البنوك في سوق الأسهم الأردني في السنوات الخمس التي تلت التغييرات الهيكلية التي شهدها هذا السوق حيث كان عدد الأسهم المتداولة في السنوات 2001-2005 (64 مليون سهم)، (79 مليون سهم)، (241 مليون سهم)، (302 مليون سهم)، (512 مليون سهم) تقريباً على التوالي. بينما بلغ عدد الأسهم المتداولة قبل عملية إعادة الهيكلة (69 مليون) (56 مليون) (44مليون) (29مليون)، وذلك للأعوام 1993-1996 على التوالي. (بورصة عمان، 2006).

لذلك كان من الأهمية أخذ عملية إعادة هيكلة سوق عمان المالي بعين الاعتبار والذي يعد من الأسواق العربية الناشئة على مستوى المنطقة العربية. وأثر هذه التغييرات الهيكلية بما يتناسب مع التوجه نحو العولمة والإنفتاح على العالم الخارجي وزيادة الشفافية وتحقيق سلامة التعامل بالأوراق المالية وتوفير بيئة ملائمة للإستثمار تساعد على نمو الاقتصاد الأردني والخروج بتوصيات تساعد المستثمرين بالأسواق المالية للوقوف على أهم العوامل المؤثرة في هذه الأسواق.

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

كما يمكن أن تقدم هذه الدراسة توصيات لكل من إدارة السوق المالي وصانعي السياسات والجهات المنظمة للسوق حول مدى إنعكاس هذا الأثر على عوائد الأسهم في السوق المالي.

## 5-1 فرضيات الدراسة

تفترض الدراسة ما يلي:

1- لا يوجد فروقات ذات دلالة إحصائية بين عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي قبل و بعد عملية إعادة هيكلة السوق.

2- لا يوجد فروقات ذات دلالة إحصائية بين عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي قبل و بعد إنشاء هيئة الأوراق المالية.

3- لا يوجد فروقات ذات دلالة إحصائية بين عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي قبل و بعد إنشاء بورصة عمان (سوق الأوراق المالية).

4- لا يوجد فروقات ذات دلالة إحصائية بين عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي قبل و بعد إنشاء مركز إيداع الأوراق المالية.

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

## 6-1 منهجية الدراسة

### 1-6-1 مجتمع الدراسة

يضم مجتمع الدراسة أسهم جميع البنوك التجارية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي والبالغ عددها 13 بنكا للفترة (1991-2005). حيث سنقوم بتقسيم فترة الدراسة إلى فترتين

رئيسيتين تمتد كل منهما لفترة (79 شهرا) الأولى من تاريخ 1991/2/1 ولغاية 1997/8/31 وهذه الفترة تمثل ما قبل إعادة هيكلة سوق عمان المالي. والفترة الثانية من تاريخ 1999/6/1 ولغاية 2005/12/31، وهي الفترة ما بعد إعادة هيكلة سوق عمان المالي. ولقد تم اختيار هذه الفترة لأننا نرى أنها فترة طويلة نسبياً وكافية لإستيعاب كامل الأثر المترتب على إعادة الهيكلة من حيث توقعه وإنعكاساته الفعلية. حيث أنه بتاريخ 1997/9/1 باشرت أول مفوضية لهيئة الأوراق المالية بعملها، أما بورصة عمان للأوراق المالية (سوق عمان المالي) فقد باشرت عملها بتاريخ 1999/3/11، وفي 1999/5/11 باشر مركز إيداع الأوراق المالية بمزاولة عمله. كما تم الإعتماد على الفترة الثانية لغاية 2005 لأن عدد الأسهم المتداولة في قطاع البنوك قد إزداد زيادة ملحوظة في كل سنة عن السنة السابقة ولغاية 2005 حيث أن عدد الأسهم المتداولة بدأ بعد ذلك بالإنخفاض.

وقمنا أيضاً بالاعتماد على فترتين رئيسيتين قبل وبعد إنشاء كل مؤسسة من هذه المؤسسات تمتد كل فترة منها لمدة30 يوم. وقد تم تحديد هذه الفترة لمعرفة أثر إنشاء كل مؤسسة من هذه المؤسسات على عوائد أسهم البنوك على المدى القصير.

وقد إختلفت هذه الفترات عن بعضها لأننا نريد إختبار أثر إعادة هيكلة سوق عمان المالي على عوائد الأسهم على المدى الطويل ولذلك تم الإعتماد على فترة 79 شهراً، بينما تم الإعتماد على فترة 30 يوماً لإختبار أثر إنشاء كل مؤسسة من مؤسسات السوق على المدى القصير.

**1-6-2 عينة الدراسة**

تشمل عينة الدراسة جميع البنوك التجارية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي والتي استوفت



© Arabic Digital Library Yarmouk University

الشروط التالية:

1. توفر المعلومات الكافية اللازمة من ناحية أسعار الإغلاق.

2. أن تكون قد تأسست قبل تاريخ 1991/1/1 وإستمر عملها حتى نهاية 2005/12/31.

وقد بلغ عدد البنوك التجارية الأردنية التي استوفت هذه الشروط 10 بنوك.

**1-6-3 مصادر البيانات**

إن البيانات المستخدمة في هذه الدراسة هي أسعار إغلاق الأسهم للبنوك عينة الدراسة، والرقم القياسي لقطاع البنوك، والمتغيرات الإقتصادية الكلية (معدل التضخم، معدل الناتج الصناعي، عرض النقد، وسعر الفائدة على أذونات الخزينة). أما فيما يخص أسعار الإغلاق والرقم القياسي لقطاع البنوك فقد تم الإعتماد على النشرات والتقارير اليومية التي تصدرها بورصة عمان للحصول على هذه البيانات، وبما يتعلق بالمتغيرات الإقتصادية فقد تم الإعتماد على النشرات الإحصائية الشهرية التي يصدرها البنك المركزي الأردني.

**1-6-4 نموذج الدراسة**

تستخدم الدراسة نموذجين قياسيين مختلفين لاحتساب عائد السهم للبنوك التجارية الأردنية عينة الدراسة.

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

**النموذج الأول**

يبين هذا النموذج أثر بعض العوامل الإقتصادية الكلية التي تؤثر على عائد السهم للبنوك عينة الدراسة، وسوف نستخدم هذا النموذج لغاية إختبار الفرضية الأولى التي تتعلق بإختبار أثر إعادة هيكلة سوق عمان المالي على عوائد الأسهم لهذه البنوك، وذلك من خلال إستخدام (Multi-Factor Model) الذي يتمثل بمعادلة انحدار خطي متعدد (Multiple Linear Regression) تبين العلاقة بين المتغير التابع من جهة (عوائد الأسهم) والمتغيرات المستقلة من جهة أخرى، حيث تمت صياغة النموذج على النحو الآتي:

المعادلة رقم (1)

$$R_{i,t} = A_i + \beta_1 \pi + \beta_2 IP + \beta_3 TR + \beta_4 MS2 + \varepsilon_t$$

حيث أن:

$R_{i,t}$: عائد السهم i في الشهر t

$A_i$: مقدار ثابت و هو تقاطع خط الانحدار مع المحور العمودي، حيث تقع $R_{i,t}$ على المحور العمودي

$\pi$: معدل التضخم الشهري (The Rate of Inflation).

IP: معدل النمو الشهري في الناتج الصناعي (The Growth Rate in Industrial Production).

TR: العائد الشهري لاذونات الخزينة (The Monthly Return to Treasury Bills).

MS2: معدل النمو في عرض النقد (The Growth Rate in Money Supply 2).

β1,2,3,4: حساسية السهم تجاه التغير في العوامل الإقتصادية.

وقد تم قياس عائد السهم الشهري بإستخدام المعادلة التالية:



© Arabic Digital Library-Yarmouk University

$$Ri,t = (P1-P0) / P0$$

حيث

$R_{i,t}$: عائد السهم i في الشهر t

P0 : سعر الإغلاق الشهري للسهم.

P1 : سعر إغلاق الشهر التالي للشهر السابق.

ويفترض هذا النموذج أن عائد السهم يمكن أن يتأثر بأكثر من عامل من العوامل، كما تفترض هذه المنهجية أن الخطأ موزع توزيعاً طبيعياً وأن متوسطه صفر وإنحرافه ثابت يتوقع أن يكون مجموع قيمة الخطأ صفر (Haugan, 1999, Page 162 ).

وتلعب العوامل والمتغيرات الإقتصادية الكلية دوراً هاماً في التأثير على عوائد الأسهم في الأسواق المالية ولكن هذا التأثير في الدول المتقدمة يختلف عنه في الدول النامية، حيث أن العوامل الأخرى غير الإقتصادية(السياسية، النفسية) تلعب الدور نفسه. ويعتبر إستقرار هذا السوق مقياساً لمدى نجاح السياسة الإقتصادية العامة للدولة، مما دفع البعض للإعتقاد بأن وضعية سوق الأسهم من المؤشرات الإقتصادية لإتجاهات الوضع الإقتصادي العام مثل دراسة( Geoffrey and John, 1988) التي توصلت إلى أن قوة هذه العلاقة تكمن في أن أسعار الأسهم تعتبر قائدا جيداً للاقتصاد.

ولذلك فإننا نتوقع أن يكون هنالك تأثيراً للعوامل الإقتصادية الكلية(معدل التضخم، معدل الناتج الصناعي، سعر الفائدة على أذونات الخزينة، معدل النمو في عرض النقد) على عوائد الأسهم للبنوك عينة الدراسة ولكن بدرجات متفاوتة، ونتوقع أن يكون أهم مؤثرين من هذه العوامل هما معدل التضخم وذلك بسبب أهمية التغييرات المفاجئة وغير المتوقعة للمستوى العام للأسعار



© Arabic Digital Library-Yarmouk University

في تفسير تحركات أسعار الأسهم ونسب التغير فيها. أما العامل الآخر هو الرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي الذي يعبرعن مستوى النشاط الإقتصادي في المملكة وذلك لأن التطورات المفاجئة وغير المتوقعة في النشاط الإقتصادي نحو الزيادة تؤدي إلى إرتفاع أسعار الأسهم، لأنها تخلق توقعات جديدة بتحسن الوضع الإقتصادي العام مما يؤدي إلى زيادة الطلب على الأسهم وبالتالي إرتفاع أسعارها. أما أسعار الفائدة على أذونات الخزينة فنتوقع أن يكون لها أثر ضعيف على أسعار الأسهم وذلك بسبب تثبيت أسعار الفائدة لفترات طويلة نوعاً ما.

ولقد تم الإعتماد على هذا النموذج لأن عدد من الدراسات أظهرت أنه يوجد هناك علاقة قوية بين المؤشرات الاقتصادية وسوق الأسهم، ففي دراسة لـــ (Haugen, 1999, page 162) قام باستخدام ستة من العوامل التي تؤثر على عوائد الأسهم وكان من ضمن هذه العوامل العائد الشهري لأذونات الخزينة والتغير الشهري في الإنتاج الصناعي، أيضاً في دراسة لـــ ( Roll and Ross, 1984) قام الباحثان بالإعتماد على أربعة من العوامل التي تؤثر على عوائد الأسهم وكان من ضمنها التغير الشهري في الإنتاج الصناعي ومعدل التضخم. حيث أن هاتان الدراستان أظهرتا أن هذه العوامل تؤثر على عوائد الأسهم.

كما أننا قمنا بالإعتماد على معدل النمو في عرض النقد (MS2) لأنه أشمل وأوسع من (MS1) وكلما زاد عرض النقد بالتالي يزداد تأثر أسعار الأسهم بحيث يؤدي إلى إرتفاعها. حيث أن (MS1) يشتمل على النقد المتداول مضافا إليه الودائع المصرفية القابلة للسحب (الودائع تحت الطلب أو الحسابات الجارية). أما (MS2) يشتمل بالإضافة إلى (MS1) على الودائع لأجل أي التي تحتاج الى فترة زمنية لتدخل في عملية التداول.



© Arabic Digital Library-Yarmouk University

ومن أجل إحتساب العائد الشهري لمفردات العينة تم أولاً تقدير معاملات المعادلة السابقة(β1,2,3,4) لكل بنك من البنوك بإستخدام النموذج السابق (الإنحدار المتعدد) لكلٍ من الفترتين التي تمتد كل منهما لمدة 79 شهراً، ثم قمنا بعد ذلك بتعويض المتغيرات المستقلة الشهرية (معدل التضخم، معدل الناتج الصناعي، معدل النمو في عرض النقد، معدل الفائدة على أذونات الخزينة) في هذه المعادلة وبالتالي نحصل على العائد الشهري لكل بنك من البنوك عينة الدراسة. وبالتالي يتكون لدينا 79 عائداً للفترة الأولى و79 عائداً للفترة الثانية. وهذا وسوف نعتمد على البرنامج الإحصائي (Minitab) لمعالجة هذه البيانات.

وفيما يلي توضيحاً لكيفية تأثير كل متغير من هذه المتغيرات على عوائد الأسهم:

**1-6-4-1 العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية المستخدمة وعوائد الأسهم**

أولا- الأرقام القياسية للأسعار (التضخم) : يعتبر التضخم ذا أهمية كبيرة في الأسواق المالية، فهو يتيح للمشاركين في السوق التمييز بين العائد النقدي والعائد الحقيقي. فالناس في العصر الحديث يتبادلون أشياءهم بنقود. وفي حالة الاستثمار فإنهم يتبادلون نقودا حالية بنقود مستقبلية تحقق فرقا يسمى العائد النقدي. ولكن إذا كانت الأسعار تتغير فان العائد النقدي لا يكون مقياسا جيدا للعائد الحقيقي ولذلك فإن تغيرات الرقم القياسي العام للأسعار مهمة في تحديد تحركات المؤشر العام لأسعار الأسهم، فمن المناسب القول أن المستثمرين يكونون أكثر اهتماما بالعائد الحقيقي وليس بالعائد النقدي، لطالما أن العائد الحقيقي هو الذي يقيس التحسن الذي أحرزوه من جراء الاستثمار بعد استبعاد تغير الأسعار. وباختصار فإنهُ في الأجل الطويل لا بد أن تحقق الأسهم عائدا حقيقيا موجباً وكبيراً بدرجة كافية. أما العلاقة بين التضخم وأسعار الأسهم في الأجل القصير فان الحكمة



© Arabic Digital Library-Yarmouk University

المعتادة تقتضي أن يكون عائد السهم عالياً نسبياً عندما يكون التضخم عالياً، وسبب ذلك هو أن الأسهم تعتبر حقوقا على الموجودات الحقيقية التي ينبغي أن تزداد قيمتها مع تضخم الأسعار عموما(البدري والخوري، 1996).

ثانيا- معدل الإنتاج الصناعي: يعتبر معدل الإنتاج الصناعي ممثلا للنشاط الصناعي ويلعب دورا مهما في حركة الاقتصاد ككل، وفي تحركات أسعار الأسهم، فاتخاذ قرارات الإستثمار في الموجودات الثابتة يعتمد على القيمة الحالية الصافية للتدفقات النقدية المتوقعة على الاستثمار، وكلما تحسن معدل الإنتاج الصناعي فإنهُ يعكس تحسن في النشاط الاقتصادي العام وبالتالي تحسن توقعات التدفقات النقدية للاستثمار وارتفاع قيمتها الحالية، وبالتالي تزداد الاستثمارات في الموجودات الثابتة والموجودات المالية وأهمها الأسهم. ومن جهة أخرى فان تحسن هذا المؤشر يؤدي إلى تحسن في دخول الأفراد، وزيادة الطلب على الأموال لأغراض مختلفة منها شراء الأسهم مما يرفع أسعارها الأمر الذي يؤدي إلى زيادة عوائد الأسهم.(حماد، 2000)

ثالثا- أسعار الفائدة: إن التغيرات في أسعار الفائدة تؤثر على الأوراق المالية بدرجة أو بأخرى فهي تؤثر على أسعار الأوراق المالية ذات الدخل الثابت مثل السندات أكثر من تأثيرها على الأسهم العادية، وأسعار الأوراق المالية تتحرك باتجاه معاكس لأسعار الفائدة السوقية، فكلما ارتفعت أسعار الفائدة في السوق، انخفضت أسعار الأوراق المالية، والعكس صحيح، وهذا الإرتفاع والإنخفاض بأسعار الأوراق المالية يؤثر على معدل العائد الذي يحققه المستثمر.

رابعا- معدل النمو في عرض النقد: من المتوقع أن تؤدي الزيادة في عرض النقد إلى زيادة حجم الاستثمارات، وبما أن جزء من هذا الإستثمار سيتم تمويله عن طريق طرح أدوات تمويل جديدة

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

فمن المتوقع أن يترك آثار ايجابية على أسعار الأسهم والسندات. ولكن قد يظهر أثر سلبي يتمثل في حجم الإصدارات الجديدة حيث أن الزيادة في عرض النقد قد يذهب جزء منها على شكل إصدارات جديدة من الأسهم والسندات مما يؤدي إلى امتصاص جزء لا بأس به من السيولة المتاحة مما يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم(الزعبي، 2000).

وبتعبير آخر فإنه يوجد هناك علاقة طردية بين الكمية المعروضة من النقود وبين مستوى النشاط الاقتصادي، بمعنى أن زيادة المعروض من النقود يتبعها تحسن في مستوى أداء الاقتصاد وذلك على أساس أن زيادة المعروض من النقود من شأنه أن يؤدي إلى إنخفاض أسعار الفائدة، الأمر الذي يشجع على الاستثمار، ويؤدي بالتبعية إلى زيادة الإنتاج الذي يؤثر بدوره إيجابيا على أرباح منشآت الأعمال ومن هنا يمكن القول أن إرتفاع مستوى أسعار الأسهم في أسواق رأس المال هوالمحصلة النهائية لزيادة المعروض من النقود. وإذا كان لزيادة المعروض من النقود تأثير إيجابي على أرباح المنشآت، فإن لها أيضاً تأثيرا سلبيا يتمثل في احتمال حدوث تضخم يؤدي في النهاية إلى زيادة في الحد الأدنى للعائد الذي يطلبه المستثمرون. وبما أن القيمة السوقية للمنشأة تتحدد على ضوء حجم التدفقات النقدية المتوقعة، والحد الأدنى للعائد على الاستثمار، فإنه يمكن القول أن النتيجة النهائية لتأثير السياسة النقدية على أسعار الأسهم يتوقف على حجم تأثيرها على كل من هذين المتغيرين.

**النموذج الثاني**

وللقيام باختبار الفرضيات المتعلقة بأثر إنشاء كل مؤسسة من مؤسسات سوق رأس المال فسيتم إستخدام منهجية السوق (Market Methodology)، وتفترض هذه المنهجية أن عائد



© Arabic Digital Library-Yarmouk University

السهم في الشركة Ri,t في يوم التداول t هو متغير تابع لعائد السوق (Market Rate) في ذلك اليوم، وأن العلاقة بينهما علاقة خطية يمكن التعبير عنها بمعادلة خط السوق MR(نموذج السوق)

المعادلة رقم (2)

$$R_{i,t} = A_i + \beta_1 R_{mt} + \beta_2 D1 + \varepsilon_{it}$$

حيث أن:

Rit= معدل عائد السهم i في اليوم t وتساوي:

Ai= مقدار ثابت وهو تقاطع معادلة خط الانحدار مع المحور العمودي.

βi= حساسية السهم i تجاه الرقم القياسي لقطاع البنوك.

Rmt= معدل عائد السوق لليوم t محسوباً من الرقم القياسي لقطاع البنوك.

D1: متغير وهمي (Dummy Variable) يعبر عن إنشاء كل مؤسسة من مؤسسات السوق المالي.

وحيث أن المتغير الوهمي لا يأخذ إلا قيمتين تحكميتين فقط هما(0,1) فان:

D1= 0 قبل إنشاء أية مؤسسة من مؤسسات السوق.

D1= 1 بعد إنشاء أية مؤسسة من مؤسسات السوق.

ϵit= residual term وهوالفرق بين العائد الفعلي والمتوقع، ويمثل أثر العوامل غير النظامية.

وقد تم قياس عائد السهم اليومي بإستخدام المعادلة التالية:

$$R_{i,t} = (P1-P0) / P0$$

حيث:

$R_{i,t}$: عائد السهم i في اليوم t



© Arabic Digital Library Yarmouk University

P0: سعر الإغلاق اليومي للسهم.

P1: سعر إغلاق اليوم التالي لليوم السابق.

ويفترض هذا النموذج أن أسعار الأسهم مرتبطة بحركة السوق، كما تفترض هذه المنهجية أن الخطأ موزع توزيعاً طبيعياً وأن متوسطه صفر وإنحرافه ثابت يتوقع أن يكون مجموع قيمة الخطأ صفر.(Haugan, 1999, Page 135).

ولقد تم الإعتماد على هذا النموذج بالإستناد إلى(Haugen, 1999) الذي عمل على إستخدام هذا النموذج في تقدير أثر الرقم القياسي العام على عائد السهم. وبما أن عينة الدراسة تقتصر على قطاع البنوك فإننا قمنا بالإعتماد على الرقم القياسي لأسعار البنوك بدلاً من الرقم القياسي العام. وقد تم الاستعانة بهذا النموذج بدلاً من النموذج الأول في إختبار الفرضيات الأخرى لأن نموذج العوامل المتعددة (Multi Factor Model) لا نستطيع الإعتماد عليه في إحتساب عائد يومي للسهم، لأن الفترة التي سوف نعتمد عليها تقسم إلى فترتين تمتد كل فترة لمدة 30 يوم وذلك بهدف قياس أثر إنشاء كل مؤسسة من مؤسسات السوق على عوائد الأسهم في المدى القصير.

**1-6-4-2 الرقم القياسي لقطاع البنوك**

تقوم بورصة عمان/ سوق الأوراق المالية بإستخراج أرقام قياسية قطاعية للقطاعات الرئيسية وهي القطاع المالي والقطاع الصناعي وقطاع الخدمات إضافة للقطاعات الفرعية وذلك بهدف معرفة تحركات الأسهم، ويقوم المؤشر على عينة أسهم المنشآت التي تتداول في سوق

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

رأس المال. ويتم إختيار معظم الشركات المدرجة في القطاعات ليتم إحتساب هذه الأرقام عليها، ومما يذكر أن هذه الأرقام تساهم في معرفة تحركات أسعار الأسهم بشكل دقيق ومعرفة نسب النمو فيها كما وتعكس أفضل تحركات أسعار الأسهم في السوق هذا إلى جانب إستخدامها أساساً لقياس المخاطر التنظيمية لمحفظة الأوراق المالية.(بورصة عمان، 2007)

ولقد بدأ سوق عمان المالي بإحتساب مؤشر لقياس حركة أسعار الأسهم منذ مطلع عام 1980 حيث يولي السوق اهتماماً كبيراً في إحتساب هذا الرقم. وقد قام السوق في عام 1992 بمراجعة مؤشر أسعار الأسهم وتعديله بهدف الوصول إلى رقم قياسي لأسعار الأسهم ليكون أكثر تمثيلاً لحركة أسعار الأسهم في السوق، آخذين بعين الإعتبار التطورات الجديدة التي طرأت على طريقة إحتساب هذا الرقم.

هذا ويتم إستخدام نفس الصيغة المستخدمة في إحتساب الرقم القياسي العام في إحتساب الرقم القياسي لقطاع البنوك، حيث تتم مراجعة عينة هذه الأرقام بشكل نصف سنوي في نهاية شهر حزيران وشهر كانون أول من كل عام ليتم إعتماد التغيرات التي تطرأ في بداية شهر تموز وشهر كانون ثاني من كل عام(بورصة عمان، 2007).

أما الصيغة التي يتم إستخدامها لإحتساب الرقم القياسي لقطاع البنوك فهي كالتالي:

$$Index_t = \frac{\sum(P_{ti} * S_{ti} * FF_{ti})}{D_t}$$

حيث أن:

Pti : سعر إغلاق سهم البنك i في اليوم t



© Arabic Digital Library-Yarmouk University

Sti : عدد الأسهم المدرجة للبنك i كما هي في اليوم t

FFti : نسبة الأسهم الحرة للبنك i كما هي في اليوم t

Dt : مقام Divisor للرقم القياسي في اليوم t

وبعد إحتساب عوائد الأسهم للفترة الأولى والفترة الثانية سوف نقوم بتحليل عوائد الأسهم من خلال اختبار (Paired Sample t- Test) للعوائد ومعرفة هل يوجد فروقات ذات دلالة إحصائية بين هذه العوائد بسبب هذه التغييرات الهيكلية. والفرضية التي يقوم عليها هذا الإختبار هو أن العينات التي يتم المقارنة بين متوسطيها هي غير مستقلة عن بعضها، أي أن عوائد الأسهم في العينة الأولى غير مستقلة عن عوائد الأسهم في العينة الثانية، وبذلك فإن القياس يتم على مجموعة واحدة من العوائد ولكن قبل عملية إعادة الهيكلة وبعدها.

لكن قد يحصل أن لا تكون الفروقات الحقيقية موجودة بين مجتمعين بخصوص متغير أو ظاهرة معينة، وإن حصلت مثل هذه الفروق المؤدية إلى رفض H0، فقد تكون نتيجة لعوامل خارجية. لذلك يستهدف هذا النوع من الإختبار التخلص من أكبر عدد من هذه العوامل الخارجية التي تؤدي إلى التباين بين المجتمعين، وذلك من خلال عمل أزواج متشابهة لعدد من المتغيرات ويمكن أن يتم ذلك بعدة طرق منها القيام بقياس نفس الظاهرة قبل وبعد التعامل معها، ويجري إستخدام الفرق بين كل زوج من المشاهدات(عوائد الأسهم)، أي الفرق بين مشاهدة من الفترة الأولى ومشاهدة من الفترة الثانية، وإعتبار هذا الفرق متغير معين. والإختبار الإحصائي المستخدم لإختبار الفرضية في مثل هذه الحالة هو إختبار t للبيانات المرتبطة، وبدرجات حرية (n-1) ويعطى بالعلاقة التالية:

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

حيث: $t = \frac{\bar{D}}{\frac{S_D}{\sqrt{n}}}$

D : متوسط الفروق بين قيم x وقيم y أو بين الإختبار القبلي والبعدي.

SD : الإنحراف المعياري للفروق.

## 7-1 نطاق الدراسة وحدودها

تقتصر الدراسة على الشركات المساهمة العامة في قطاع البنوك التجارية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي، التي استوفت شروطاً معينة تتطلبها طبيعة البحث، وبالتالي قد لا تنطبق نتائج الدراسة على الشركات في القطاعات الأخرى، كما أن هناك بعض المحددات العامة للدراسة التي تتطلب توخي الحذر عند تفسير أو تعميم نتائج هذه الدراسة، ومنها صغر حجم سوق عمان المالي واحتمال عدم توفر شرط الكفاءة (Market Efficiency) للسوق. كما أن الفترة التي تم الإعتماد عليها من تاريخ 1991-1-1 ولغاية 2005-12-31.

## 8-1 تسلسل الدراسة

تحتوي هذه الدراسة على خمسة فصول نتعرض في الفصل الأول إلى الإطار العام للدراسة ومنهجية الدراسة، أما الفصل الثاني فإنه يتطرق الى أربعة مواضيع نتحدث فيها عن الأسواق المالية بشكل عام ونشأة وتطور سوق عمان المالي وإعادة هيكلته بالإضافة إلى نشأة وتطور القطاع المصرفي الأردني. وفي الفصل الثالث قمنا بمناقشة الدراسات السابقة التي تحدثت عن أثر إستكمال البنية التشريعية والتقنية لهذه الأسواق على عدة مؤشرات، وقد جاء الفصل

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

الرابع بنتائج الدراسة وإختبار الفرضيات، وقمنا بعرض أهم الإستنتاجات والتوصيات في الفصل الخامس.

## 1-9 تعريفات إجرائية

أ. البنوك التجارية: هي مشروعات رأسمالية مصرفية موضوعها النقود وبالذات نقود الودائع. وهي متعددة هدفها تحقيق الربح، وتعتبر مشروعات مصرفية من الدرجة الثانية في التسلسل الرئاسي بعد البنك المركزي الذي يمارس عليه الرقابة(الرشيدات، 2001، ص27).

ب. السهم العادي: عبارة عن حصة في رأس مال الشركة المساهمة العامة المصدرة لهذه الأسهم وتتراوح القيمة الإسمية للسهم حسب قانون الشركات الأردني بين دينار وعشرة دنانير، والقيمة الإسمية تمثل القيمة المدونة على متن السهم وهي لا تعني بالضرورة سعر شراء السهم.

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

## الفصل الثاني

# الإطار النظري للدراسة

سوف نقوم بتقسيم هذا الفصل إلى أربعة مباحث رئيسية تتناول هذه المباحث لمحة عامة عن الأسواق المالية ونشأة وتطور سوق عمان المالي وإعادة هيكلته وأخيراً نشأة وتطور الجهاز المصرفي الأردني وفيما يلي شرح عن هذه الموضوعات:

### 1-2 لمحة عامة عن الأسواق المالية

#### 1-1-2 المقدمة

تلعب الأسواق المالية دوراً محورياً وهاماً، فهي تمثل نقطة الاتصال بين الأفراد والمؤسسات من خلال حشد المدخرات وتحويلها إلى استثمارات تسهم في التنمية الاقتصادية للدول وبالتالي توفر قاعدة صلبة للاقتصاد الوطني. وتبرز أهمية الأسواق المالية والنقدية في كافة الدول حاليا، سواء كانت دول متقدمة، أو اقل تقدما، أو نامية.

ونظراً لأن الأسواق المالية هي التي يتم عن طريقها الجمع بين جهات الفائض في الاقتصاد، وجهات العجز التي تحتاج لهذه الأموال تتسع عمليات التعامل في هذه الأسواق نتيجة الحاجة للتمويل الذي تسهم هذه الأسواق بتوفيره من ناحية، ونتيجة لتوفير موارد مالية يتم استخدامها من خلال هذه الأسواق للحصول على عائد من ناحية أخرى.

ولقد مرت فكرة الأسواق المالية في نشوءها بخمس مراحل إرتبطت هذه المراحل بالتطور المالي والإقتصادي للدول، وقد تميزت المرحلة الأولى بوجود عدد كبير من المصارف الخاصة،

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

ومحال الصرافة، وإقبال الأفراد على إستثمار مدخراتهم في مشروعات مختلفة. أما المرحلة الثانية تميزت بظهور المصرف المركزي الذي يسيطر على المصارف التجارية.

وفي المرحلة الثالثة ظهرت المصارف المتخصصة في الإقراض متوسط وطويل الأجل (المصارف العقارية والصناعية والعقارية). وظهرت الأسواق النقدية المحلية في المرحلة الرابعة التي تميزت بالإهتمام بسعر الفائدة وزيادة إصدارات سندات الخزينة لفترات متوسطة، كما تميزت هذه المرحلة بزيادة نشاط الأوراق التجارية وهذا يعتبر بداية لإندماج السوق النقدي في السوق المالي. واعتبرت المرحلة الخامسة مرحلة إندماج الأسواق المالية المحلية في الأسواق المالية الدولية بحيث تكمل كل سوق منهما الأخرى من خلال العرض والطلب على النقود (السيسي، 2003، الصفحة 15).

**2-1-2 تعريف الأسواق المالية**

يعرف السوق المالي على أنه "الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي تم بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه" (مطر، 1999، الصفحة 10).

كما يمكن تعريف الأسواق المالية بأنها " آلية يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعاً وشراءً، وتمكن تلك الآلية من تحويل الموارد المالية من القطاعات الإقتصادية ذات الفوائض المالية إلى القطاعات الإقتصادية التي تعاني من العجز المالي مما يعود بالفائدة على كل من

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

مصدري الأوراق المالية ( المقترضين) ومشتري الأوراق المالية (المستثمرين).(أندراوس، 2006، الصفحة 21).

أي أن السوق المالي يتكون بشكل عام من بائعين ومشترين، ويتحقق فيه عرض لما يتم تداوله فيه، ويتحقق فيه طلب على هذا الذي يتم عرضه والتعامل به. ونظرا للتطور التكنولوجي فإن الإطار المكاني لم يعد شرطا ضروريا لوجود السوق بل يكفي وسيلة اتصال فعالة بين البائعين والمشترين لقيام السوق.

## 2-1-3 أهمية الأسواق المالية

إن أهمية الأسواق المالية تكمن في تنظيم عملية انتقال الأموال بين المؤسسات وأفراد المجتمع وتوفيرها بطرق ميسرة وسريعة، وهذا يؤدي إلى توجيه الموارد الاقتصادية إلى القطاعات الاقتصادية المختلفة وهذا يحقق رفاه المجتمعات وتقدمها , وترجع أهمية الأسواق المالية إلى عدة عوامل أهمها ( جويدان، 2006):

1- تمويل خطط التنمية الاقتصادية: حيث تحتاج عمليا التنمية إلى رؤوس أموال كبيرة قد لا تتوفر لدى الدولة، وفي هذه الحالة بدلا من لجوء الدولة إلى عمليات الاقتراض الخارجي تقوم بطرح مشاريعها التنموية في الأسواق المالية المنظمة عن طريق طرح سندات الاقتراض، وبواسطة هذه الأسواق تستطيع تمويل عملياتها التنموية.

2- عدم قدرة البنوك التجارية على التمويل الطويل والمتوسط الأجل لعدة أسباب من أهمها مشاكل المخاطرة التي قد تتعرض لها هذه البنوك. إضافة إلى أن هذه القروض غالبا ما تعطى

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

بكميات محددة ووفقا للقوانين والأنظمة التي تصدر عن البنك المركزي.

3- يساعد السوق المالي على منح القروض بشروط مناسبة وبتكاليف قليلة بمقارنتها بالقروض من البنوك الدولية أو القروض الخارجية.

4- كثيرا ما تتعامل هذه الأسواق بالأوراق المالية القابلة للتداول مما يترتب على ذلك تحويل هذه الأسواق من أسواق محلية إلى أسواق دولية أو إقليمية.

5- إن التعامل بالأوراق المالية القابلة للتداول في الأسواق المالية غالبا ما تعمل على تشجيع صغار المستثمرين على توظيف أموالهم بشرائهم لهذه الأوراق وبما يعود عليهم من أرباح.

6- تعتبر الأسواق المالية مؤشرا للحالة الاقتصادية، فالسوق المالي يساعد على تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ التي تساعد المستثمرين الاستثمار بالأوراق المالية الأكثر ربحا.

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

### 4-1-2 عوامل نجاح الأسواق المالية

هناك الكثير من العوامل الضرورية واللازمة لنجاح الأسواق المالية والتي يمكن تلخيصها بالآتي (أبو موسى، 1999):

1- توفير مناخ استثماري مستقر يتمثل في حالة الاستقرار السياسي والاقتصادي.

2- توافر الحرية الاقتصادية والوعي الاقتصادي.

3- توافر هيكل متكامل من المؤسسات المالية التي تستخدم أساليب فنية متقدمة.

4- توافر التقنية المناسبة لربط أسواق الأوراق المالية ببعضها لضمان توافر المعلومات بدقة.

5- توافر الإفصاح عن المعلومات المالية وذلك بنشر الأسعار اليومية للأوراق المالية المتعامل بها في نشرة مكتوبة, كما أن تلتزم الشركات بنشر ميزانياتها ونتائج أعمالها وبيانات كافية عن مشروعاتها المستقبلية.

6- توافر أوراق مالية سليمة قابلة للتداول، وان تكون المعاملات بالسوق لا يشوبها غش أو احتيال أو مضاربات وهمية.

7- أن يتمتع السوق بالمنافسة الكاملة.

8- رفع القيود عن التداول أو الرقابة عن الصرف.

9- وجود نظام ضريبي مقبول, وقوانين لتشجيع الاستثمار لتمكين حصول المستثمرين على عائد مقبول من استثماراتهم.

ويلاحظ من النقاط السابقة أن من عوامل نجاح سوق رأس المال تطويره إما في جانب العرض وذلك بتشجيع إنشاء شركات الأموال وخلق أدوات جديدة، أو من جانب الطلب وذلك بتوفير المناخ الملائم إقتصادياً وسياسياً ونشر الوعي الإدخاري لدى الأفراد وتوفير المعلومات الكافية عن قطاعات الأعمال المختلفة ونشاطها. وفي رأي الباحث فإنه في البلاد المتقدمة يكفي التطوير من أحد الجانبين حيث أن النسق الإقتصادي السائد يتكفل بتطوير الجانب الآخر من خلال الإستجابة التلقائية، أما في البلاد النامية فإن التطوير لا بد أن يشمل الشقين معاً. فليس هناك جدوى من زيادة جانب العرض دون أن يكون هناك طلباً كافياً ولهذا نجد أن هذه البلاد تسعى

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

لزيادة المدخرات حيث أنها تمثل أهم الموارد الحقيقية للأموال اللازمة لأغراض التنمية ومن المعروف ان هذه المدخرات عادة ما تكون متدنية في هذه البلاد. ومن هنا يظهر دور المؤسسات المالية التي يتكون منها سوق المال والتي ينبغي أن تقوم بدور فعال في تجميع المزيد من المدخرات وما يتبع ذلك من تنشيط سوق المال بصفة عامة وسوق الأوراق المالية بصفة خاصة.

كما أن نجاح سوق الأوراق المالية في أي دولة يعتمد على ما توفره الحكومات من حماية ورعاية لهذا السوق وذلك من خلال وضع التشريعات والتنظيمات الفعالة التي تنظم عمليات التبادل في سوق الأوراق المالية ففي دراسة (Kein, 2007) وجدت أن تطور سوق رأس المال يعتمد على إلى حد كبير على السياسات التي تقوم بها الحكومات، وأن تكون هذه التشريعات متفقة مع خصائص وطبيعة المجتمع من الناحية الإقتصادية والإجتماعية لحماية المستثمرين والإقتصاد بشكل عام.

وفي مقابل دور الحكومات في توفير مؤسسات متخصصة لتنظيم عملية الرقابة وتداول الأوراق المالية فإنه في المقابل يقع على عاتق المؤسسات المالية والمستثمرين واجباً لا يقل عن دور الحكومات وذلك من خلال الإلتزام بالتشريعات والقوانين التي تصدر عن الجهات المسؤولة والمختصة فقد أوضحت دراسة (Torre et al, 2007) أن عمليات الإصلاح التي قامت بها بعض الدول لم تعمل على تحسين آداء الأسواق كما كان متوقعاً وقد أظهر الباحث أن سبب ذلك كان عدم تطبيق بعض التشريعات المتعلقة بسوق رأس المال مما أدى إلى وجود فجوة بين الآداء الفعلي لهذه الأسواق بعد تطويرها وبين ما كان متوقعاً منها، حيث كان آداء هذه الأسواق أقل من المتوقع.



© Arabic Digital Library-Yarmouk University

## 2-2 نشأة وتطور سوق عمان المالي

### 2-2-1 المقدمة

يلعب سوق عمان المالي دورا بارزا وأساسيا في الاقتصاد الأردني باعتباره آداه لتجميع المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات وتوفير السيولة اللازمة وجذب الاستثمارات الأجنبية وتخفيض كلفة رأس المال . وقد سعت الحكومة الأردنية إلى تنويع قاعدة الاقتصاد الأردني والسعي للارتقاء بالمعايير الدولية في مجال تنظيم سوق الأوراق المالية وتحديث القوانين والإجراءات وتخصيص المهام في سوق عمان المالي ليواكب التطور وليحسن من القدرة الاستثمارية.

### 2-2-2 نشأة وتطور سوق عمان المالي

إن عمليات شراء وبيع الأسهم في الأردن كانت تتم عن طريق بعض المكاتب العقارية والوسطاء غير المتفرغين دون أن يكون هناك أسعار معلنة لعمليات بيع وشراء الأسهم الأمر الذي ترتب عليه ارتفاع الكلفة على المتعاملين المتداولين بالأسهم بالإضافة إلى تذبذب وتفاوت أسعار البيع والشراء, ولقد أدى ظهور سوق غير منظمة في الأردن لتداول الأوراق المالية وعن طريق مكاتب غير متخصصة إلى التفكير جديا في إنشاء سوق مالية في الأردن. ولتحقيق ذلك قام البنك المركزي خلال العامين 1975 و 1976 وبالتعاون مع المؤسسة المالية الدولية (International Financial Corporation) التابعة للبنك الدولي بإعداد دراسات حول إنشاء السوق المالية. فصدر القانون رقم 31 للعام 1976 والذي بموجبه أنشئت سوق عمان المالية

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

( Amman Financial Market (AFM)) والتي باشرت بنشاطاتها في 1978\1\1 (الزعبي، 1999).

وقد نصت المادة الثالثة من هذا القانون على ما يلي:

1- يؤسس في عمان سوق لبيع وشراء الأوراق المالية وفق أحكام هذا القانون، ويسمى سوق عمان المالي.

2- يتمتع هذا السوق بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي ويكون له حق التقاضي والتوكيل.

3- يعتبر هذا السوق مؤسسة عامة، تقوم بأعمال تجارية في علاقتها مع الغير، وتخضع لأحكام قانون التجارة فيما لا يكون مخالفا لأحكام هذا القانون.

4- يتمتع السوق بالامتيازات والإعفاءات التي تتمتع بها الوزارات والدوائر الحكومية.

وتشمل غايات السوق كما جاء في المادة الرابعة من هذا القانون ما يلي (الطراد وعباد، 2001، ص229):

1- تنمية الادخار عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد الوطني.

2- تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته وما يضمن مصلحة البلاد المالية وحماية صغار المدخرين.

3- جمع المعلومات والإحصاءات اللازمة لتحقيق الغايات المذكورة ونشرها.

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

ومنذ إنشاء السوق أوكل إليه القيام بدورين أساسيين هما:

أ- دور الهيئة المنظمة لسوق رأس المال أو ما يعرف بـــ (Securities And Exchange Commission (SEC))

2- دور البورصة التقليدية للأوراق المالية (Stock Exchange)

ومنذ ذلك التاريخ فقد أصبح السوق هو الجهة الرسمية التي تراقب وتضع التشريعات المنظمة لسوق الأوراق المالية بما يكفل حماية المستثمرين والمتعاملين، إضافة إلى الدور التنفيذي كسوق لتداول الأوراق المالية وعمل إجراءات التسوية ونقل ملكية الأوراق المالية وتسجيلها. ولقد خطى سوق عمان المالي خلال ما يقرب من عشرين عاما خطوات واسعة تمثلت في تحقيق نجاحات هامة على صعيد تحقيق أهدافه التي وضعت له، إلى أن تم إصدار قانون الأوراق المالية رقم (23) لسنة 1997 الذي نص على إنشاء ثلاث مؤسسات في سوق رأس المال بدلا من سوق عمان المالي.

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

## 3-2 إعادة هيكلة سوق عمان المالي

في ضوء التحديات التي تواجه المملكة في إطار عالمية الأسواق برزت أهمية تطوير التشريعات المالية وتحديثها بما يقود إلى خلق المناخ الملائم للاستثمار وتمكين الأسواق المالية من التطور, كما برزت أهمية تطوير الهياكل المؤسسية للأسواق المالية.

وسعيا للارتقاء بالمعايير الدولية في مجال تنظيم سوق الأوراق المالية. فقد تبنت الحكومة سياسة إصلاح شاملة تقوم على أساس ما تم إنجازه في العشرين سنة الماضية، وتتمثل أهم ملامح هذا التوجه الجديد في إحداث تغييرات مؤسسية في سوق رأس المال وتقوية الرقابة على سوق رأس المال وصولا إلى أعلى مستوى من تحقيق سلامة التعامل بالأوراق المالية(مارتو، 1997) وعلى هذا الأساس فقد أقرت الحكومة الأردنية عدد من القوانين التي لها علاقة بسوق رأس المال والتي هدفت إلى تهيئة المناخ العام للاستثمار في الأردن، وكان من أهم هذه القوانين قانون الأوراق المالية رقم (23) لسنة 1997. وفيما يلي أبرز معالم هذا القانون:

1- فصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي

2- إنشاء مؤسسات متخصصة في سوق رأس المال الوطني هي

**أ- هيئة الأوراق المالية**

**ب- بورصة عمان (سوق الأوراق المالية)**

**ج- مركز إيداع الأوراق المالية**

3- تطبيق المعايير الدولية فيما يتعلق بالتشريعات والإجراءات المنظمة لسوق رأس المال في المملكة.

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

4- تعزيز الإفصاح وتزويد المستثمرين بكافة المعلومات التي تساعدهم على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

5- الارتقاء بمستوى الخدمات المالية الموجودة وترخيص خدمات مالية ضرورية للمستثمرين لم تكن موجودة في السابق.

6- العمل على وضع الإطار التشريعي للحد من أي ممارسات غش أو خداع ومنع استغلال المعلومات الداخلية من قبل أي من الأشخاص المطلعين.

7- وضع عقوبات رادعة بحق المخالفين للقانون والتشريعات الصادرة بمقتضاه.

ومن أهم التطورات المتعلقة بإنفاذ أحكام القانون رقم (23) لسنة 1997 إنشاء المؤسسات الواردة في هذا القانون وفيما يلي شرح موجز عن هذه المؤسسات:

**2-3-1 إنشاء المؤسسات الواردة في قانون الأوراق المالية**

لقد تم العمل على تأسيس المؤسسات الواردة في قانون الأوراق المالية وهي هيئة الأوراق المالية وبورصة عمان/سوق الأوراق المالية ومركز إيداع الأوراق المالية، وإقرار التشريعات والأنظمة الداخلية اللازمة لعمل هذه المؤسسات، وفيما يلي شرح موجز عن أهداف هذه المؤسسات وعملها:

**2-3-1-1 هيئة الأوراق المالية**

نصت المادة رقم (6) من قانون الأوراق المالية على أن (رمزي، 1997، الصفحة 10):

أ- " تنشأ في المملكة هيئة تسمى (هيئة الأوراق المالية) ترتبط برئيس الوزراء، وتتمتع



© Arabic Digital Library-Yarmouk University

بشخصية إعتبارية ذات استقلال مالي وإداري ولها بهذه الصفة القيام بجميع التصرفات القانونية بما في ذلك إبرام العقود وقبول المساعدات والتبرعات والمنح والهبات وتملك الأموال المنقولة وغير المنقولة اللازمة لتحقيق غاياتها وينوب عنها في الإجراءات القضائية النائب العام أو المحامي العام المدني ولها أن تنيب عنها احد المحامين الأساتذة، ويكون مقرها الرئيسي في عمان".

ب- "يحظر على الهيئة أن تقوم بأي عمل تجاري أو أن يكون لها نفع خاص في أي مشروع أو أن تقترض أو تقرض أي أموال أو أن تقتني أو تمتلك أو تصدر أي أوراق مالية".

وقد جاء ربط هذه الهيئة برئيس الوزراء لتعزيز دورها المستقبلي ولتمكينها من تحقيق أهدافها الرقابية على سوق رأس المال وبكفاءة عالية. وتهدف هذه الهيئة إلى توفير المناخ الملائم لتحقيق سلامة التعامل في الأوراق المالية, وتنظيم وتطوير ومراقبة سوق الأوراق المالية, وحماية حملة الأوراق المالية والمستثمرين فيها من الغش و الخداع.

ولكي تحقق الهيئة هذه الأهداف فقد أوكل القانون إليها بناءاً على المادة رقم (7) المهام التالية:

1- تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها.

2- تنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة وإشرافها, وهي:

أ- بورصة عمان (سوق الأوراق المالية)

ب- مركز إيداع الأوراق المالية.



© Arabic Digital Library-Yarmouk University

ج- شركات الخدمات المالية

د- الشركات المساهمة العامة

ه- صناديق الاستثمار

و- معتمدو المهن المالية

3- تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها، وتعامل الأشخاص المطلعين.

4- تنظيم عمليات البيع المكشوف للأوراق المالية.

5- تنظيم العروض العامة لشراء أسهم الشركات العامة.

وللهيئة مجلس يسمى مجلس المفوضين والذي يتكون من خمسة أعضاء متخصصين (ومن بينهم الرئيس ونائب الرئيس)، ويتولى المجلس المهام والصلاحيات التالية(قانون الأوراق المالية المؤقت رقم23 لسنة1997):

1- إعداد مشاريع القوانين والأنظمة المتعلقة بالأوراق المالية.

2- وضع التعليمات اللازمة لإدارة الهيئة وأي تعليمات أو قرارات لتنفيذ أحكام هذا القانون والأنظمة الصادرة بمقتضاه وتعديلها وإلغائها.

3- الموافقة على الأنظمة الداخلية والتعليمات الخاصة بالبورصة والمركز وطلب إجراء التعديلات عليها.والنظر في الاعتراضات على القرارات الصادرة عن البورصة أو المركز وعلى الأنظمة الداخلية والتعليمات الخاصة بهما، وإصدار القرارات بشأنها.

© Arabic Digital Library Yarmouk University

4- تعليق نشاط البورصة أو المركز لمدة لا تزيد عن يوم واحد والتنسيب لمجلس الوزراء إذا كانت المدة أكثر من يوم واحد.

5- الموافقة على إدراج أو إلغاء أو تعليق إدراج أي ورقة مالية أردنية للتداول لدى أي سوق للأوراق المالية خارج المملكة.

6- منع إصدار أو تداول أي أوراق مالية في البورصة إذا رأى أن ذلك ضرورياً. ومنح التراخيص التي تصدر بموجب أحكام هذا القانون. والموافقة على تسجيل صناديق الاستثمار.

7- تحديد العمولات التي تتقاضاها شركات الخدمات المالية وأعضاء المركز من عملائهم بحدودها الدنيا والعليا ، والموافقة على الرسوم والعمولات التي يتقاضاها كل من البورصة والمركز.

8- اعتماد المعايير المحاسبية ومعايير التدقيق ومعايير تقويم الأداء التي يجب على الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة التقيد بها. وتحديد المعايير والشروط الواجب توافرها في مدققي الحسابات المؤهلين لتدقيق حسابات الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة وإشرافها، والواجبات التي يترتب على هؤلاء المدققين القيام بها.

9- إعداد الموازنة السنوية للهيئة ، وتقديمها لمجلس الوزراء للمصادقة عليها.

10- تصنيف الأشخاص والأوراق المالية والمعاملات والتقارير ووضع شروط خاصة بكل تصنيف. وأي مهام أو أمور أخرى يرى الرئيس عرضها على المجلس.

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

وتتكون الموارد المالية للهيئة كما نصت المادة رقم (16)من المصادر التالية (قانون الأوراق المالية المؤقت رقم23 لسنة 1997):

أ- الرسوم وبدل الخدمات والعمولات التي تتقاضاها وفقاً لأحكام هذا القانون والأنظمة والتعليمات الصادرة بمقتضاه.

ب- بدل استخدام مرافقها وعائدات أموالها ومردود بيع أصولها.

ج- المساعدات والتبرعات والمنح والهبات التي تحصل عليها الهيئة شريطة موافقة مجلس الوزراء.

د- المبالغ التي تخصصها الحكومة للهيئة أو لتغطية العجز في حساب الإيرادات والنفقات.

هـ- أي موارد أخرى يقرها المجلس.

وتجمع معظم الدراسات والأدبيات السابقة على أن إنشاء الإطار التشريعي والرقابي لسوق رأس المال يلعب دوراًمهماً في تطوير هذه السوق(أنظر على سبيل المثال، الفيومي، 2003) وبناءاً على ذلك تم إنشاء هيئة الأوراق المالية التي تعنى بالأمور الرقابية والتشريعية لسوق رأس المال. بحيث تقوم هذه الهيئة على حماية السوق المالي من التلاعب أو الغش من خلال تنظيم عمل الجهات التي تخضع لرقابتها.

وكما لاحظنا من خلال إستعراض نصوص المواد السابقة المتعلقة بعمل هذه الهيئة فإن هذه الهيئة ترتبط برئيس الوزراء الأمر الذي يعزز من دورها الرقابي والتشريعي مما يؤدي إلى

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

زيادة ثقة المستثمرين في السوق المالية الأردنية وبالتالي الإقبال على الاستثمار في هذه السوق الأمر الذي من يفترض أن ينعكس إيجابياً على أسعار الأسهم وبالتالي على عوائدها.

كما يتبين من خلال المادة رقم 6 الفقرة (ب) أن هذه الهيئة يحظر عليها أن تقوم بأي عمل تجاري أو أن يكون لها نفع خاص في أي مشروع أو أن تقترض أو تقرض أي أموال أو أن تقتني أو تمتلك أو تصدر أي أوراق مالية مما يؤكد على أن هذه الهيئة ليس لها هدفا ربحياً وإنما دورها يقتصر على الجوانب الرقابية والتشريعية مما يعمل على تعزيز آدائها.

كذلك فإن القانون قد أوكل للهيئة مهاما متعلقة بطبيعة دورها الرقابي وذلك من خلال مراقبة أعمال ونشاطات الجهات الخاضعة لها والايعاز لها باصدار القوانين التي تراها مناسبة لتحقيق سلامة التعامل بالأوراق المالية الأمر الذي يعزز أيضاً من جاذبية السوق المالي. والعنصر الرئيسي في تحديد أسعار الأوراق المالية دقة البيانات والمعلومات المنشورة التي تؤثر كثيراً على قرارات المستثمرين، وإن أي خلل في هذه البيانات والمعلومات يؤدي إلى إنخفاض كفاءة السوق المالي وينعكس بصورة مباشرة على سعر السهم في السوق المالي وإلى إختلاف سعر السهم في السوق عن السعر الحقيقي، لذلك فإن الهيئة تقوم بتنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها مما يعمل أيضاً على تعزيز الثقة بالسوق المالي وبالتالي الإقبال على التعامل به.

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

## 2-3-1-2 سوق الأوراق المالية (بورصة عمان)

وضّح الفصل الثالث من قانون الأوراق المالية رقم 23 لسنة 1997 كل ما يتعلق بسوق الأوراق المالية من خلال النصوص المتعلقة بالمواد التالية،(رمزي، 1997، الصفحة 10):

**المادة رقم (23)**

أ- "تنشأ في المملكة سوق لتداول الأوراق المالية تسمى بورصة عمان, وتتمتع بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري ولها بهذه الصفة القيام بجميع التصرفات القانونية بما في ذلك إبرام العقود وتملك الأموال المنقولة وغير المنقولة والتصرف بها وأن تنيب عنها في الإجراءات القضائية أحد المحامين الأساتذة".

ب- "تكون البورصة هي الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة العمل كسوق نظامي لتداول الأوراق المالية في المملكة".

ج- لا تهدف البورصة إلى الربح ولا تخضع لقانون الشركات ولا يجوز لها القيام بالأعمال التجارية أو أن يكون لها نفع خاص في أي مشروع أو أن تقتني أو تمتلك أية أوراق مالية.

كما نصت المادة رقم (24) على أن:

أ. يتم التداول بالأوراق المالية المدرجة في البورصة من خلال صفقات تبرم بين الوسطاء الماليين كل لصالح عميله تثبت بموجب قيود تدون في سجلات البورصة.

ب. تعتبر هذه القيود وحساباتها سواء أكانت مدونة يدويا أو الكترونيا وأي وثائق صادرة عنها دليلا قانونيا على تداول الأوراق المالية المبينة فيها بتاريخ تلك البيانات والسجلات أو الوثائق



© Arabic Digital Library-Yarmouk University

ما لم يثبت عكس ذلك".

ويدير البورصة مجلس إدارة ومدير تنفيذي ويحدد الأنظمة الداخلية والتعليمات الخاصة بها. والأحكام والإجراءات المتعلقة بالهيئة العامة التي تتألف من الأعضاء المسددين لرسوم الانتساب للبورصة ورسوم الاشتراك السنوية فيها. كما ويقوم مجلس الإدارة بتحديد كيفية تشكيل مجلس الإدارة.

ويتولى إدارة البورصة مجلس إدارة مؤلف من سبعة أشخاص، حيث يتألف مجلس الإدارة من:

1- عضوين يمثلان البنوك المرخص لها بممارسة أعمال شركات الخدمات المالية كوسطاء ماليين وشركات الوساطة المالية المملوكة من قبل البنوك أو التابعة لها.

2- ثلاثة أعضاء من شركات الخدمات المالية المرخص لها كوسطاء ماليين.

3- عضوين من القطاع الأهلي من ذوي الخبرة في المجالات القانونية والمالية والاقتصادية يعينهما مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية.

ويضع مجلس إدارة البورصة بموافقة المجلس الأنظمة الداخلية والتعليمات اللازمة لإدارة شؤون البورصة بما في ذلك ما يتعلق بالأمور التالية:

أ- إدراج وتداول الأوراق المالية.

ب- صندوق ضمان الوسطاء الماليين.

ج- المعلومات والبيانات والسجلات التي تعتبر سرية والأشخاص المفوضين بالاطلاع عليها بحكم عملهم.

د- المعلومات والبيانات والسجلات التي يتوجب على البورصة الإفصاح عنها، وتلك التي يجوز



© Arabic Digital Library-Yarmouk University

للجمهور الاطلاع عليها وإستنساخها.

هـ- معايير السلوك المهني التي تطبق على أعضاء البورصة وأعضاء مجلس الإدارة والمدير التنفيذي والموظفين.

و- حل النزاعات بين أعضاء البورصة وبين الأعضاء وعملائهم.

كما أن إدراج الأوراق المالية في سوق عمان المالي يخضع لعدة شروط تختلف هذه الشروط بين السوق النظامي والموازي، أما شروط إدراج الأوراق المالية في السوق النظامي فهي كالتالي(نشرة من سوق عمان المالي بعنوان هيئة الأوراق المالية عملها، أهدافها، تنظيمها، وأهم تشريعاتها، 1998، الصفحة 8):

1. أن تمارس الشركة عملها بشكل فعلي.

2. أن تمضي سنة كاملة على إدراج أسهم الشركة في السوق الموازي.

3. أن يزيد صافي حقوق المساهمين عن 75% من رأس المال المدفوع في نهاية السنة المالية التي تسبق طلب الإدراج للسوق النظامي.

4. أن يكون قد تم فعلا تداول 10% على الأقل من الأسهم المكتتب بها في السوق الموازي خلال سنة على الأقل.

5. تقديم التقرير السنوي للشركة و الميزانية العامة للسنة الأخيرة قبل تقديم طلب الإدراج .

6. استيفاء جميع الشروط اللازمة والوثائق الثبوتية كطلب الإدراج وأسماءالمفوضين بالتوقيع وكذلك أعضاء مجلس الإدارة ونسخة عن عقد التأسيس والنظام الأساسي للشركة وما يلزم من وثائق أخرى.

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

أما شروط إدراج الأوراق المالية في السوق الموازي فهي:

1. إرفاق كافة الوثائق و المستندات الثبوتية .

2. أن تكون الشركة شركة مساهمة عامة .

3. أن يدفع فعلا نصف القيمة الاسمية للأسهم على الأقل.

4. أن يزيد صافي حقوق المساهمين عن الربع أي 25 % من رأس المال المدفوع قبل تقديم طلب الإدراج.

5. تقديم التقرير السنوي متضمنا العمليات التي تمت والآفاق المستقبلية، مرفقا بميزان المراجعة لآخر شهر يسبق طلب الإدراج.

## 2-3-1-3 مركز إيداع الأوراق المالية

بين الفصل الرابع من القانون المؤقت رقم 23 لسنة 1997 مفهوم مركز إيداع الأوراق المالية من خلال النصوص المتعلقة بالمواد التالية،(رمزي، 1997، الصفحة 10):

**المادة 23:**

أ- ينشأ في المملكة مركز يسمى(مركز إيداع الأوراق المالية). لتسجيل ونقل ملكية الأوراق المالية المتداولة في البورصة ولتسوية أثمان تلك الأوراق المالية بين الوسطاء الماليين و يكون هو الجهة الوحيدة في المملكة المصرح لها بمزاولة هذا العمل، ويتمتع بشخصية إعتبارية ذات استقلال مالي وإداري وله بهذه الصفة القيام بجميع التصرفات القانونية بما في ذلك إبرام العقود وتملك الأموال المنقولة وغير المنقولة والتصرف بها وأن ينيب عنه في الإجراءات القضائية أحد المحامين الأساتذة.

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

ب- يهدف المركز إلى المحافظة على الأوراق المالية المدرجة في البورصة.

ج- لا يهدف المركز إلى الربح و لا يخضع لنظام الشركات ولا يجوز له القيام بالأعمال التجارية وأن يكون له نفع خاص في أي مشروع أو أن يقتني أو أن يمتلك أي أوراق مالية.

**المادة 30:**

أ. يتم تسجيل و نقل الأوراق المالية المتداولة في البورصة وتسوية أثمان تلك الأوراق بين الوسطاء الماليين بموجب قيود تدون في سجلات المركز.

ب. تعتبر القيود المدونة في سجلات المركز و حساباته سواء كانت مدونة يدويا أو الكترونيا و أي وثائق صادرة عنه دليلا قانونيا على ملكية تلك الأوراق و على تسوية أثمانها بن الوسطاء الماليين و ذلك بتاريخ السجلات أو الحسابات أو الوثائق ما لم يثبت عكس ذلك.

ويتولى المركز القيام بالمهام والأعمال التالية:

1) تسجيل ونقل ملكية الأوراق المالية المتداولة في البورصة وتسوية أثمان تلك الأوراق بين الوسطاء الماليين.

2) الحفظ الأمين لملكية الأوراق المالية المدرجة في البورصة.

3) إصدار التقارير ونشر المعلومات والإحصاءات عن نشاط المركز.

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

4) الإشراف والرقابة على الأنشطة المهنية ذات العلاقة بعمل المركز والتي يمارسها أعضاؤه ووضع وتطبيق القواعد الخاصة باستخدام مرافق وتسهيلات المركز والاستفادة من خدماته.

5) إقامة علاقات تعاون مع مراكز الإيداع والجمعيات والمنظمات العربية والإقليمية والدولية في مجال الأوراق المالية وإبرام الاتفاقيات معها بما يخدم أهداف المركز.

6) إبداء الرأي في التشريعات ذات العلاقة بعمل المركز وفي تعديلاتها واقتراح هذه التشريعات والإجراءات الكفيلة بحماية المستثمرين مالكي الأوراق المالية.

7) القيام بكل ما يراه مناسبا لأداء مهامه في إطار قانون الأوراق المالية والقوانين والأنظمة والتعليمات المعمول بها.

كما ويضع مجلس إدارة المركز بموافقة المجلس الأنظمة الداخلية والتعليمات اللازمة لإدارة شؤون المركز بما في ذلك ما يتعلق بالأمور التالية(قانون الأوراق المالية رقم27 لسنة1997):

أ- تسجيل ونقل ملكية الأوراق المالية المتداولة في البورصة وتسوية أثمان تلك الأوراق المالية.

ب- المعلومات والبيانات والسجلات التي تعتبر سرية والأشخاص المفوضين بالاطلاع عليها بحكم عملهم.

ج- المعلومات والبيانات والسجلات التي يتوجب على المركز الإفصاح عنها وتلك التي يجوز للجمهور الاطلاع عليها واستنساخها.

د- معايير السلوك المهني التي تطبق على أعضاء المركز وأعضاء مجلس الإدارة.

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

## 4-2 نشأة وتطور الجهاز المصرفي الأردني.

يرجع وجود البنوك المرخصة في الأردن إلى عام 1925 , حيث بدأ البنك العثماني , والذي عرف باسم بنك كرندليز في أواخر الستينات وبنك ستاندرد تشارترد كرندليز منذ عام 2000, بمزاولة أعماله في البلاد. وقد كان البنك العربي الذي تأسس عام 1930 في القدس ونقل مركزه الرئيسي إلى عمان بعد أحداث 1932 , هو أول البنوك الوطنية. تلاه تأسيس البنك الأهلي الأردني في عام 1956 , وتأسيس بنكين وطنيين جديدين هما بنك الأردن وبنك القاهرة- عمان في عام 1960, كما دخل في الأربعينات والخمسينات أربعة بنوك غير أردنية للعمل في الأردن هي البنك البريطاني للشرق الأوسط HSBC, والبنك العقاري العربي، ومصرف الرافدين، وبنك انترا الذي خرج من السوق الأردني في عام 1966 اثر توقف البنك الأم في بيروت عن العمل. وبعد ذلك توالى افتتاح عدد من البنوك الوطنية والأجنبية بينما خرج من السوق عدد من البنوك إما بسبب تعثر أدائها الناجم عن ضعف الإدارة أو بسبب تعثر البنوك الأم في الخارج. ونتيجة لذلك، فقد أصبح عدد البنوك المرخصة العاملة في الأردن في الوقت الحاضر ثلاثة و عشرين بنكاً، تتنوع بواقع 15 بنكاً أردنياً (منها بنكان إسلاميان)، وثمانية بنوك أجنبية.(البنك المركزي الأردني، 2004)

وقد بلغ عدد فروع البنوك المرخصة في عام 2005 (506) فرعا موزعة على محافظات المملكة, كما بلغ عدد مكاتب البنوك (96) مكتبا موزعة على محافظات المملكة.(البنك المركزي الأردني، النشرة الإحصائية، 2005).

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

وتخضع البنوك إلى الترخيص من قبل البنك المركزي الأردني لكي تتمكن من مزاولة أعمالها، كما يجب أن تتقيد بتعليماته في مزاولة نشاطاتها ونسب الأمان المصرفي التي يحددها في مجال الائتمان والاحتياطي والسيولة ورأس المال. ولا يحق لأي بنك مرخص أن يفتتح فرعاً جديداً أو يندمج مع احد البنوك القائمة إلا بموافقة البنك المركزي.

وقد حرص البنك المركزي على تحديث التشريعات المنظمة للعمل المصرفي في الأردن بغرض مواكبتها لمستجدات الصناعة المصرفية على الساحة العالمية. لذلك، فقد صدر قانون جديد للبنوك في شهر آب من عام 2000 يشكل نقلة نوعية لتطوير العمل المصرفي بما يتماشى مع هذه المستجدات. وقد فتح هذا القانون الباب أمام البنوك لتقديم حزمة شاملة من الخدمات المالية ضمن ما يعرف بمفهوم البنك الشامل. وبهذا لم يعد دور البنوك يقتصر على تقديم الخدمات المالية التقليدية، بل توسع ليشمل خدمات الوكالة، والاستشارات المالية، وإدارة المحافظ الاستثمارية، و إدارة الأموال وإستثمارها للغير، وكذلك إدارة إصدارات الأوراق المالية والتعهد بتغطيتها و توزيعها، بالإضافة إلى تقديم خدمات الحفظ الأمين للأوراق المالية. كما أتاح القانون للبنوك أيضا القيام بعمليات الوساطة والإيجار، والدفع والتحصيل والتعامل بأدوات السوق النقدي وأدوات رأس المال والتعامل بالعملات الأجنبية في أسواق النقد الآنية والآجلة والمشتقات المالية. كما سمح للبنوك إمتلاك أو تأسيس شركات تابعة مالية غير مصرفية كشركات التأمين (قانون البنوك رقم28 لسنة 2000).

و قد تضمن القانون عدة أحكام تتعلق بتأسيس البنوك المرخصة، وأهم هذه الأحكام ما يلي:



© Arabic Digital Library-Yarmouk University

1. يشترط لترخيص البنك أن يكون شركة مساهمة عامة، ولا تخضع فروع البنوك الأجنبية و الشركات التابعة و الشركة المعفاة لهذا الشرط.

2. يحدد البنك المركزي مقدار الحد الأدنى لكل رأس المال المصرح به للبنك و رأسماله المكتتب به، وله أن يعدل هذين الحدين من وقت لأخر للبنوك كلها أو بعضها في ضوء متطلبات العمل المصرفي وتطويره.

3. على البنك طالب الترخيص أن يرفق بطلبه، عقد تأسيس البنك ونظامه الأساسي، و الهيكل التنظيمي للبنك وخطة عمله ومجال نشاطاته، والميزانيات التقديرية المقترحة للسنوات الثلاث الأولى من عمل البنك.

وبهدف تسهيل استعمال الوسائل الالكترونية في إجراء المعاملات وفقا لقواعد العرض التجاري الدولي ذات العلاقة بالمعاملات الالكترونية، وبما لا يتعارض أو يلغي أو يعدل أية أحكام أو قوانين أخرى، فقد صدر قانون المعاملات الالكترونية المؤقت رقم(85) لعام 2001 و الذي يعمل به اعتباراً من 2002/3/31.(البنك المركزي الأردني،عدد خاص، 2004).

ويذكر أن هذا القانون، والذي يأتي ضمن إستراتيجية حكومية للتحول نحو الحكومة الالكترونية، حصر إلزاميته بالأطراف التي توافق على تنفيذ معاملاتها من خلاله. ولا يلزم القانون هذه الأطراف بتنفيذ معاملات أخرى باستخدام الوسائل الالكترونية. وقد اعتبر القانون أن السجل الالكتروني والعقد الالكتروني والرسالة الالكترونية تحمل ذات الأثر القانوني المترتب على الوثائق والمستندات الخطية والتوقيع الخطي(البنك المركزي الأردني، عدد



© Arabic Digital Library-Yarmouk University

خاص، 2004). ويشير الجدول التالي إلى مدى تطور الجهاز المصرفي الأردني في السنوات القليلة الماضية بشكل ملموس:

**الجدول رقم 2-1**

**إجمالي التسهيلات والودائع والموجودات لدى البنوك المرخصة**

( بالمليون دينار )

| السنة | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| التسهيلات الائتمانية المباشرة | 5262.4 | 6189.2 | 7744.3 | 9761.9 |
| موجودات البنوك المرخصة | 15701.5 | 17821.1 | 21086.5 | 14237.6 |
| الودائع لدى البنوك المرخصة | 9969.4 | 11564.1 | 13119.3 | 14591.9 |

البنك المركزي الأردني / النشرة الإحصائية الشهرية / أعداد متفرقة

ومن الجدير بالملاحظة أن توسع الائتمان الممنوح من البنوك المرخصة لم يقتصر على التوسع الكمي، وإنما تعداه إلى التوسع النوعي حيث بدأت البنوك منذ أواخر السبعينات بمنح القروض طويلة الأجل من خلال المشاركة في قروض التجمع البنكي والاكتتاب في إسناد القروض التجارية التي تصدرها الشركات المساهمة العامة. وقد ارتفع رصيد مساهمات البنوك في قروض التجمع البنكي من 1,6 مليون دينار في نهاية عام (1978) إلى 284,7 مليون دينار في نهاية عام (2003). أما بالنسبة للاكتتابات في إسناد القرض للقطاع الخاص، فقد بلغت في نهاية عام (2003) حوالي 140,8 مليون دينار مقابل 4,9 مليون دينار في نهاية عام (1980). (البنك المركزي الأردني، 2004).

© Arabic Digital Library Yarmouk University

أما بالنسبة لإستثمارات البنوك في المحافظ الإستثمارية فقد تضاعفت إستثمارات البنوك في الأوراق المالية (الأسهم والسندات) خلال الفترة من بداية عام 2002 ولغاية 2007، حيث إرتفعت بمبلغ (1.7) مليار دينار وبنسبة نمو بلغت (106.3%) لتصل إلى ما يعادل (3.3) مليار دينار وقد نتج هذا الإتجاه عن إرتفاع إستثمارات البنوك في السندات بما يعادل (1.4) مليار دينار وإرتفاع إستثمارات البنوك في الأسهم بمبلغ (0.3) مليار دينار، ويذكر بأن عام 2005 شهد أكبر إرتفاع لإستثمارات البنوك في الأسهم وبما يُقارب (0.3) مليار دينار نتيجة ارتفاع أسعار الأسهم بشكل كبير، مما أدى إلى إرتفاع القيمة السوقية للأسهم المستثمر بها من قبل البنوك بالإضافة إلى قيام البنوك بزيادة إستثماراتها في الأسهم لجني مزيد من الأرباح، ثم عادت لتنخفض بعد ذلك نتيجة التصحيح الذي حصل في السوق المالي والذي أدى إلى انخفاض ملحوظ في أسعار الأسهم(البنك المركزي الأردني، 2008).

كما بلغ رصيد إستثمارات فروع البنوك الأردنية في فلسطين في الأوراق المالية في نهاية شهر 2007/6 ما يُعادل (68.7) مليون دينار مشكلة ما نسبته (2.4%) من إجمالي توظيفات هذه الفروع وهي نسبة ضئيلة جداً مقارنة مع النسبة في الأردن والتي بلغت في نهاية نفس الفترة (13%) وهذا يدل على محدودية تعرض البنوك الأردنية التي لها فروع في فلسطين لمخاطر السوق المالي في فلسطين سواء كان من جانب تمويل شراء الأسهم أو الإستثمار المباشر في الأسهم(البنك المركزي الأردني، 2008).

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

# الفصل الثالث

# الدراسات السابقة

## 1-3 المقدمة

تلقى الدراسات التي تتعلق بتطور أسواق رأس المال اهتماما كبيرا من قبل الباحثين وذلك لما لهذه الأسواق من أهمية في تلبية احتياجات رأس المال بالنسبة للحكومات والشركات والبنوك. وقد أظهرت هذه الدراسات التي تتعلق بتطور هذه الأسواق انه كان لهذا التطور الأثر الايجابي في عدة مجالات من خلال تشجيع القرارات الاستثمارية وتسهيل وتنويع المخاطر وتوفير الشفافية وقد أظهرت هذه الدراسات أيضا أن تطور هذه الأسواق يرتبط بإدخال تعديلات في هذه الأسواق من خلال العمل على استكمال البنية التشريعية والتقنية لهذه الأسواق وتأسيس سوق خاص لتبادل الأوراق المالية بالإضافة إلى تطوير الفعالية التنظيمية والإشرافية لهذه الأسواق مما يؤدي إلى تعزيز ثقة المستثمرين فيها.

## 2-3 الدراسات العربية

دراسة (الفيومي,2003) فقد هدفت هذه الدراسة إلى اختبار الكفاءة المعلوماتية لبورصة عمان من خلال الانتقال من الاتجاهات التقليدية إلى الاتجاهات الحديثة مع الأخذ بعين الاعتبار أهمية الانتباه إلى قضايا السلوك غير الخطي في عوائد الأسهم وعدم تكرار التداول، بالإضافة إلى

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

التحقق من أثر التغييرات الهيكلية والتنظيمية التي شهدتها بورصة عمان إبتداء من سنة 1997 على تحسن كفاءة هذا السوق.

وقد استخدمت هذه الدراسة مؤشر السوق خلال الفترة 1993-2000. ففيما يتعلق بالسلوك غير الخطي فقد استخدم الباحث النموذج المطور من قبل Antoniou and Ergul (1997) والذي يهدف إلى التحقق من مدى إمكانية تأثير هذا السلوك على اختبار السير العشوائي المستخدم لفحص كفاءة السوق. ومن أجل التعامل مع مشكلة عدم تكرار التداول فقد تبنى الباحث المنهجية المقترحة من قبل Miller et al(1994) والتي تعمل على تقدير نموذج الانحدار الذاتي لفترة إبطاء واحدة ومن ثم الحصول على المتبقيات من هذا النموذج من اجل استخدامها في احتساب العوائد المعدلة.

كما قام الباحث بناء على النماذج السابقة باختبار كفاءة بورصة عمان (باستخدام العوائد المعدلة والأصلية)على كامل الفترة الزمنية للدراسة بالإضافة إلى الفترتين الجزئيتين وذلك من أجل فحص أثر التغييرات التنظيمية والتطورات التي شهدتها بورصة عمان على كفاءتها.

وقد تم تقسيم الفترة الزمنية للدراسة إلى فترتين جزئيتين من 1993-1996 ومن1997-2000. وأظهرت هذه الدراسة أن التطورات التشريعية والتقنية التي شهدتها بورصة عمان كانت خطوه في الاتجاه الصحيح وكان لها أثراً إيجابياً على السوق المالي الأردني، حيث تشير النتائج إلى عدم كفاءة بورصة عمان حتى عام 1996 ولكن في السنوات الأخيرة إعتباراً من عام 1997 أصبحت بورصة عمان أكثر كفاءة. وذلك لأن هذه التغييرات قد ساهمت بشكل أفضل في تحسين نوعية المعلومات المقدمة للمستثمرين بالإضافة إلى تطوير أساليب التداول.

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

ولكن الباحث لم يقم في هذه الدراسة بفحص أثر كل مؤسسة من مؤسسات سوق رأس المال في الاردن على كفاءة بورصة عمان, واكتفى بإختبار أثر إنشاء مؤسسات السوق المالي مجتمعة, حيث يمكن أن تكون بورصة عمان أكثر كفاءة بعد الإنتهاء من إنشاء جميع مؤسسات السوق. كما أن الباحث اعتمد في الفترة الثانية على الفترة (1997-2000) باعتبارها فترة ما بعد التطورات التنظيمية مع أن هذه التنظيمات أو التطورات بدأت في 1997/9/1 والتي تمثلت في إنشاء هيئة الأوراق المالية.

وفي دراسة (المنسي، 2003) هدفت إلى بيان اثر تطور الأسواق المالية والبنوك على النمو الاقتصادي على عينة من دول المنطقة من دول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا للفترة الواقعة ما بين 1978- 2001م. وكانت عينة الدراسة ثمانية دول وهي: الأردن، عمان، السعودية، مصر، تركيا، تونس، المغرب، "إسرائيل".

وقد قام الباحث باستخدام أسلوب (Multiple Cross Sectional Time Series Regression) لبيان أثر كل من المتغيرات المستقلة (المكونة من مؤشرات تطور الأسواق المالية ومؤشرات تطور البنوك) أما مؤشرات تطور الأسواق المالية التي إعتمد عليها الباحث هي نسب رسملة السوق وحجم التداول ومعدل دوران الأسهم وتقلبات مؤشر عائد السوق، ومؤشرات تطور البنوك التي إعتمد عليها هي نسب التعمق المالي، والقروض البنكية المقدمة إلى القطاع الخاص. على المتغير التابع وهو النمو الاقتصادي المقاس بنسبة النمو الحقيقية في حصة الفرد من الناتج المحلي الإجمالي. كما قام الباحث بفحص مجموعة من العوامل التحكمية المؤثرة على النمو الاقتصادي، وهي نسب: التضخم والانفتاح التجاري والاستهلاك الحكومي ونسبة النمو المتخلفة



© Arabic Digital Library-Yarmouk University

في حصة الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، كما قام الباحث بإدخال مجموعة من المتغيرات الوهمية من اجل بيان الفروق غير الظاهرة بين الدول عينة الدراسة.

وقد أظهرت الدراسة أن كل من نسب معدل دوران الأسهم والقروض البنكية المقدمة إلى القطاع الخاص والانفتاح التجاري كان له اثر ايجابي ذو دلالة إحصائية على النمو الاقتصادي بينما نسب حجم التداول والتعمق المالي(MS2/GDP) والتضخم كان له أثر سلبي ذو دلالة إحصائية على النمو الاقتصادي، كما قدمت هذه الدراسة دليلا على أن العلاقة بين الأسواق المالية والبنوك اقرب ما تكون على أنها علاقة مكملة.

وقد أوصت هذه الدراسة بضرورة تبني الدول عينة الدراسة سياسات جريئة من اجل تفعيل وتنشيط الأسواق المالية، إضافة إلى منح القطاع الخاص دور اكبر في المشاركة في عملية التنمية الاقتصادية لدول المنطقة.

### 3-3 الدراسات الأجنبية

في دراسة لــ (Stigler, 1964) عمل على مقارنة الوسط الحسابي لعوائد الأسهم بالنسبة للأسهم ذات الإصدارات الجديدة, وذلك قبل وبعد إنشاء هيئة الأوراق المالية(SEC) في الولايات المتحدة الأمريكية. وقد عمل على تقسيم فترة الدراسة إلى فترتين رئيسيتين، وقد امتدت الفترة السابقة لإنشاء هيئة الأوراق المالية من (1923-1927)، أما الفترة الثانية والتي هي بعد إنشاء الهيئة امتدت من (1949-1953)، وقد أظهر الباحث أنه لايوجد هناك فروقات ذات دلالة إحصائية في أي سنة من سنوات الدراسة في عوائد الأسهم ذات الإصدارات الجديدة بسبب إنشاء هيئة الأوراق المالية. ولكن هذه الدراسة لم تأخذ بعين الاعتبار الطبيعة الدروية للتباين في عوائد

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

الأسهم, كما أنها تجاهلت التأثير الذي يمكن أن يحدث بعد فترة الخمس سنوات التي تلت إنشاء هيئة الأوراق المالية والتي إعتمد عليها الباحث.

وقد قام (Antonious and Ergul, 1997) باختبار كفاءة بورصة اسطنبول للأوراق المالية مع الأخذ بعين الاعتبار الملامح المؤسسية والتغييرات الهيكلية التي شهدها هذا السوق, وخلافا للدراسات السابقة المتعلقة بالأسواق الناشئة(Emerging Markets)، فان الباحثين قاما بتصحيح اختبارات الكفاءة للأخذ بعين الاعتبار خصائص هذه البورصة كسوق ناشئة، ولقد توصل الباحثان إلى أن بورصة اسطنبول في السنوات الأولى من الدراسة كانت لا تمتاز بالكفاءة، في حين أن التغييرات الهيكلية والتنظيمية التي تمت في السنوات الأخيرة ساهمت في تحسين نوعية المعلومات، الأمر الذي أدى إلى سرعة انعكاس هذه المعلومات في الأسعار. ويرى الباحثان أن هذه التغييرات أدت إلى أن يصبح السوق أكثر كفاءة، كما أصبح يتمتع بحجم تداول اكبر، وبمعلومات أكثر مصداقية، وبإطار مؤسسي أكثر ملائمة للمستثمرين.

وفي دراسة لـــ (Yusof, 2001)، هدفت إلى تتبع تطور سوق رأس المال في ماليزيا مع التركيز على إعادة هيكلة هذا السوق وتعزيز دوره في تطوير الاقتصاد والانفتاح على العالم الخارجي, كما تطرق الباحث في هذه الدراسة إلى توضيح العلاقة بين النمو والتطور الاقتصادي من ناحية والتغيرات الهيكلية لسوق رأس المال من ناحية أخرى.

وقد أوضح الباحث أن التطور والنمو الاقتصادي أديا إلى تعزيز دور سوق رأس المال مما أدى إلى تطوره وذلك من خلال زيادة الدخول ومعدلات الادخار بالإضافة لازدياد الطلب

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

الخاص والحكومي للتمويل. حيث أن نسبة مساهمة أسواق رأس المال في التمويل ازدادت بمعدل 16%سنويا وذلك خلال 30 عام (1962-1992).

كما عمل الباحث على تتبع هيكلة سوق رأس المال الماليزي وإنشاء المؤسسات المالية المختلفة التي تضمنت هيكلة هذا السوق مثل:

Kuala Lambour Stock Exchange (KLSE)

Malaysian Central Depositors (MCD)

Securities Commission (SC)

Malaysian Derivatives Exchange (MDEX)

Malaysian Derivative Clearing House (MDCH)

وقد أظهر الباحث أن تطور سوق رأس المال في ماليزيا عمل على عولمة هذا السوق وتكامله مع الأسواق العالمية، كما عمل هذا التطور على زيادة الاستثمارات الخارجية من خلال زيادة ثقة المستثمرين في هذا السوق. كما اظهر الباحث أن الاقتصاد الماليزي أصبح أكثر انفتاحا وتشابكا مع البيئة العالمية, كما أشار إلى أن تأسيس سوق خاص للخيارات والعقود المستقبلية كان له اثر ايجابي كبير على تطور سوق رأس المال وإعتباره أحد أهم الأسواق في منطقة جنوب شرق آسيا. كما أشار أيضا إلى أن دمج بعض هذه المؤسسات مع بعضها كان له اثر ايجابي على السوق. ولكن مما يؤخذ على هذه الدراسة أن الباحث لم يأخذ بعين الإعتبار أي متغير من المتغيرات التي يمكن أن تلعب دوراً هاماً في نمو أو تطور سوق رأس المال مثل العوامل الاقتصادية أو السياسية أو الازمات العالمية وخصوصاً أن الباحث قد أكد أن سوق رأس المال في

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

ماليزيا أصبح أكثر إنفتاحاً على العالم الخارجي بعد العمليات الهيكلية والتنظيمية التي شهدها السوق.

وفي دراسة أخرى قام بها (Siriopoulos et al. 2001) لإختبار كفاءة بورصة أثينا، توصل الباحثون إلى دليل عملي حول أهمية التغييرات الهيكلية والتنظيمية على كفاءة الأسواق الناشئة, وقد بين الباحثون أن نتائج دراستهم تتفق مع نتائج دراسة Antoniou and Ergul (1997) حيث وجدوا أن بورصة أثينا لم تكن تمتاز بالكفاءة في السنوات الأولى من الدراسة, ولكن في السنوات اللاحقة وبعد حدوث العديد من التغييرات التنظيمية والهيكلية والمؤسسية أظهرت النتائج أن السوق أصبحت أكثر كفاءة.

وفي دراسة لـــ (Saiyid. and Abou Mozumdar, 2002)، هدفت إلى بيان اثر تطور الأسواق المالية على مدى اعتماد الشركات في الاعتماد على رأس المال الداخلي( Internal Financing) لتمويل الاستثمارات. كما استخدمت هذه الدراسة بيانات ل 31 دولة للفترة ما بين 1987- 1997. وقد افترضت هذه الدراسة أن الاعتماد على التمويل الداخلي يكون اكبر للشركات التي تعمل في الدول التي تكون أسواقها المالية اقل تطورا. وقد عمل الباحث على تطبيق منهجية تقوم أولا على تقدير الاستثمارات لكل دولة باستخدام معادلة انحدار خطية (Linear Regression Equation) تمثلت في عدة متغيرات وهي الفرص الاستثمارية المتاحة للشركة(Investment Opportunities) والتدفق النقدي(Cash Flow)، كما قام الباحث باستخدام عدد من المتغيرات الوهمية, ولتأسيس العلاقة بين حساسية سيولة الاستثمارات النقدية والتطور المالي لأسواق رأس المال, فقد قام الباحث باستخدام منهجية تتمثل بإتباع خطوتين

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

(Traditional Two Step Approach) حيث تم تقدير حساسية الاستثمار حسب معادلة الانحدار السابقة، ومن ثم تقدير الحساسية بإستخدام مؤشرات التطور المالي لكل دولة. وقد أظهرت الدراسة وجود علاقة سلبية بين تطور الأسواق المالية وأهمية الاعتماد على رأس المال الداخلي لتمويل الاستثمارات. كما أظهرت هذه الدراسة أن الشركات الصغيرة أكثر اعتمادا على التمويل الداخلي من الشركات الكبيرة. ولكن الباحث إذ قام بتقدير الإستثمارات إعتمد على مؤشرين فقط هما التدفق النقدي والفرص الاستثمارية المتاحة للشركة ولم يأخذ بعين الإعتبار متغيرات أخرى أظهرت دراسات عدة أن لها تأثيراً على الإستثمارات في السوق المالي مثل الإنفتاح التجاري ومقدار المنافسة بين الشركات المحلية والأجنبية.

وفي دراسة لـ (Biscarri and de Garcia, 2004) عملت على تحديد أثر التطورات التي شهدتها أسواق الأسهم الاسبانية، وإيجاد الاختلافات في هذه الأسواق وذلك قبل وبعد تطوير هذه الأسواق للفترة (1950-2002) وذلك بالاعتماد على بيانات شهرية لأسعار الأسهم، كما عمل الباحثان على مقارنة أسواق الأسهم الاسبانية بكل من الولايات المتحدة الأمريكية، والمملكة المتحدة، وألمانيا. وقام الباحثان بتقسيم فترة الدراسة إلى فترتين جزئيتين تمتد الفترة الأولى من (1950-1990) والفترة الثانية من (1990-2002).

أما أهم التطورات التي اهتم بها الباحث كانت صدور قانون أسواق الأسهم الاسباني في عام 1988 الذي أعطى إطار قانوني جديد لسوق الأسهم تمثل في إنشاء هيئة أسواق الأسهم الوطنية. كما أن من أهم تلك التطورات إنشاء سوق خاص للمشتقات المالية. وقد أظهرت نتائج الدراسة أن أسواق الأسهم الاسبانية أصبحت أكثر تشابها مع الأسواق التي تم مقارنتها بها مع بقاء



© Arabic Digital Library-Yarmouk University

بعض الاختلافات وخصوصا مع الولايات المتحدة الأمريكية, كما أن أسواق الأسهم الاسبانية أصبحت متناسقة بشكل ملحوظ مع تحركات أسعار الأسهم في الأجل القصير والمتوسط خصوصا مع ألمانيا والمملكة المتحدة. ولكن الباحث في هذه الدراسة لم يأخذ بعين الاعتبار الخصائص المختلفة لكل سوق من هذه الاسواق كما انه لم يأخذ بعين الاعتبار تاريخ إنشاء كل سوق من الأسواق وخصوصا الولايات المتحدة الأمريكية.

وفي دراسة بعنوان لـ ( Tung et al, 2005)هدفت إلى إختبار أثر التشريعات الفدرالية المتعلقة بأسواق المال على الوسط الحسابي والتباين في عوائد أسهم السوق، وبالتحديد (7) تشريعات فدرالية و (500) توصية، وكانت فترة الدراسة من تاريخ 1933-2001، و أهم ما ميز هذه الدراسة عن غيرها:

- استخدام طريقة السلاسل الزمنية التي تتحكم بالطبيعة الدورية لتباين بيانات عوائد الأسهم.

- بحثت هذه الدراسة التأثير المتطور على عوائد الأسهم السوقية و التشريعات الفدرالية للأوراق المالية المعمول بها من عام 1933-2001 على العكس من الدراسات السابقة التي استخدمت الـــ event study للبيانات لتفصل عوائد الأسهم في الفترة قبل و بعد إنشاء هيئة الأوراق المالية .

- توسيع إطار التحليلات من خلال اختبار السلاسل الزمنية الشهرية لمجموع العوائد المحققة عن طريق مؤشر S&P 500 لفترة 1871-2001 .

وقد قام الباحث باستخدام (GARCH Time-Series Model) لتقدير اثر هذه التشريعات والتوصيات, و قد أظهرت نتائج هذه الدراسة انه لا يوجد فروقات ذات دلالة إحصائية



© Arabic Digital Library-Yarmouk University

على الوسط الحسابي و التباين لمجموع العوائد الحقيقية للأسهم المحتواة في مؤشر S&P 500. كما أظهر الباحث أنه بعد السيطرة على الصدمات الكبيرة لتباين عوائد الأسهم التي حدثت خلال 1929-1940 والتي رسمت هبوط سوق الأسهم لعام 1929 والكساد العظيم، وجدت هذه الدراسة بان الوسط الحسابي والتباين لمجموع عوائد الأسهم الشهرية لم تختلف خلال فترة 1940-2001 أكثر من 1871-1925. وأشار التحليل بان هناك زيادة مؤقتة في التباين لمجموع عوائد الأسهم للأربع أشهر السابقة لإقرار التعديل الفدرالي للأوراق المالية المتبوع بهبوط مؤقت لفترة خمس شهور ما بعد تطبيقه.

وقد أوضح الباحث أن هذان التأثيران المؤقتان للتعديلات الدستورية لقانون سوق الأوراق المالية الفدرالي لم يكن لهما تأثيرا دائما على التباين في مجموع عوائد الأسهم الحقيقي. و بالرغم من أن هذه الدراسة لم تجد أي تأثير إحصائي واضح لتشريعات الأوراق المالية الفدرالية على الوسط الحسابي و التباين لمجموع عوائد سوق الأسهم فان هذه التشريعات أظهرت أن لها تأثيرات تبعية على سوق الأوراق المالية و للنمو الاقتصادي العام. ولكن مما يؤخذ على هذه الدراسة أنها إذ لم تجد فروقات ذات دلالة إحصائية على الوسط الحسابي والتباين لمجموع العوائد الحقيقية للأسهم المحتواة في مؤشر S&P 500. فإن الباحث لم يفسر سبب عدم وجود مثل هذه الفروقات وخصوصاً أن إنشاء هيئة الاوراق المالية والقوانين الصادرة عنها لها أهمية قصوى على عوائد الأسهم في السوق المالي ولها تأثير كبير على آداء السوق.

وفي دراسة لــ(Kibuthu, 2005)، ركزت على تطور أسواق رأس المال في إفريقيا مع الأخذ بعين الاعتبار بورصة نيروبي (NSE) كدراسة حالة, وعمل الباحث على تتبع تطور هذه

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

الأسواق من حيث تنظيمها وهيكلتها ومؤسساتها والقوانين التي تحكم عملها . كما أن هذه الدراسة تميزت بأن الباحث قد أخذ بعين الإعتبار المتغيرات السياسية والإقتصادية التي أدت الى خلق حالة من عدم الثقة في هذه الاسواق, الأمر الذي يفسر بأن الباحث قد أخذ بعين الإعتبار الصعوبات التي واجهتها هذه الأسواق. وقد أظهرت هذه الدراسة أن هذه الأسواق أصبحت أكثر كفاءة بعد تطويرها وخصوصا الاطار التشريعي الذي يحكم عمل سوق رأس المال, كما ساعدت الحكومات على إيجاد مصدر تمويل مناسب من خلال هذه الأسواق، كما ساعدت الشركات والبنوك على إيجاد تمويل طويل الأجل لمشاريعها.كما ساعد توسع هذه الأسواق وإنشاء الهياكل المؤسسية لها على استغلال المصادر وتوزيعها بشكل كفؤ لقطاعات أخرى. ولكن الباحث في هذه الدراسة لم يعتمد على فترة محددة لقياس مدى أثر هذه التطورات والتنظيمات التي شهدتها هذه الأسوق كأن يعتمد مثلاً على فترتين قبل وبعد إنشاء هذه المؤسسات وإنما قام بتتبع تطور هذه الأسواق من النواحي السابقة الذكر.

وفي دراسة لـــ (Torre et al, 2005) هدفت إلى معرفة اثر إصلاح أسواق رأس المال لـــ 83 دولة ما بين دول متطورة وغير متطورة من بينها الأردن للفترة ما بين 1975-2002 ركز فيها الباحث على برامج الخصخصة(Privatization) وتحرير أسواق الأسهم (liberalizations) وإنشاء الإطار التشريعي لهذه الأسواق وتطوير نظم التسوية فيها, وقام الباحث باستخدام (Event Study) لمعرفة اثر هذه الإصلاحات على أسواق رأس المال, كما اعتمد الباحث على ثلاثة مؤشرات لتطور السوق المالي وهي: رسملة السوق( Market Capitalization)، وأحجام التداول(Value Trade)، وزيادة رأس المال(Capital Raised)

ولقياس أثر هذه الإصلاحات على رسملة السوق وأحجام التداول قام الباحث بالإعتماد على الفترة 1975-2005ولـــ83 دولة، ولقياس أثر هذه الإصلاحات على زيادة رأس المال قام الباحث بالإعتماد على الفترة 1982-2002 ولـــ 43 دولة، وقد أظهر الباحث في هذه الدراسة أن إنشاء الإطار التشريعي لهذه الأسواق وتطوير نظم التسوية فيها وبرامج الخصخصة وتحرير أسواق الأسهم كان لها اثر ايجابي ذا دلالة إحصائية على رسملة السوق وأحجام التداول حيث أن هذه المؤشرات قد ازدادت زيادة ملحوظة بعد خطوات الإصلاح التي قامت بها هذه الدول، كما أن هذه الإصلاحات ساعدت على عولمة هذه الأسواق وتطويرها بالنسبة للدول عينة الدراسة.

وفي دراسة لـــ (Gentzoglan, 2007) هدفت إلى توضيح العلاقة بين سوق الأسهم و النمو الاقتصادي لاقتصاديات بعض الدول النامية. وكانت عينة الدراسة الأردن، مصر، المغرب تونس، تركيا، وقد تم مقارنتها بالدول التالية ايطاليا، وإسبانيا، كندا، فرنسا، السويد للفترة ما بين 1996-2002. وقد استخدم الباحث لقياس تطور أسواق الأسهم ثلاثة متغيرات وهي رسملة السوق بالنسبة للناتج المحلي الإجمالي(Market Capitalization to GDP) والتغير في عدد الأسهم المحلية المدرجة و (Turnover Velocity)، ولقد استخدم الباحث طريقة السلاسل الزمنية(Time Series) للعوائد الشهرية للأسهم ولقد وجدت هذه الدراسة أن العلاقة بين سوق الأسهم والنمو الاقتصادي موجودة في الدول ذات الدخل العالي فقط ولكن هذه العلاقة هي أضعف بالنسبة للاقتصاديات ذات الدخل الأقل. كما وجدت أن تأسيس المؤسسات المالية القوية والسياسات التشريعية الواضحة هي ضرورية لحماية حقوق المستثمرين وتحفيزهم للاستثمار في الأصول المالية في الدول النامية. كما توصلت هذه الدراسة إلى أن سوق رأس المال يجب أن يصنف إلى

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

مؤسسات تشريعية قوية من خلال إنشاء المؤسسات التي تعنى بالأمور الرقابية والتشريعية وآلية تنفيذية من خلال إنشاء أسواق يتم فيها تبادل الأوراق المالية، وذلك حتى يدعم الثقة ويشجع الأفراد المستثمرين فيه. ولكن الباحث في هذه الدراسة لم يأخذ بعين الإعتبار مجموعة من العوامل التحكمية (Control Variables) المؤثرة على النمو الإقتصادي مثل نسب التضخم( Inflation Rate) والإستهلاك الحكومي، كما لم يعتمد على ادخال مجموعة من المتغيرات من أجل بيان الفروق غير الظاهرة بين الدول عينة الدراسة.

وفي دراسة لـــ (Nakagawa, 2007)هدفت إلى إجراء مقارنة تحليلية لتطور أسواق الأوراق المالية لـــ (9) دول أسيوية هي: كوريا، تايوان، هونغ كونغ، سنغافورة، ماليزيا، تايلاند اندونيسيا، الفلبين، والصين. وقد ركزت هذه الدراسة على سمتين رئيسيتين لتطور أسواق رأس المال لهذه الدول وهما: تاريخ أسواق الأوراق المالية لهذه الدول والتطور المؤسساتي لهذه الأسواق.

وقد اعتمدت هذه الدراسة في التحليل على عدد الشركات المدرجة في أسواق رأس المال لهذه الدول و رسملة هذه الأسواق. وأظهرت هذه الدراسة أن عدد الشركات المدرجة في هذه الأسواق قد ازداد نتيجة لتطور هذه الأسواق في هذه الدول من حيث إنشاء مؤسسات تنفيذية وتشريعية وتنظيمها ووضع القوانين اللازمة لعملها. كما بينت هذه الدراسة أن الصين كانت الأكثر نموا بين الدول من حيث عدد الشركات المدرجة بالرغم من أن سوق رأس المال في الصين تأسس سنة 1991، أما الدول الأقل نموا كانت الفلبين واندونيسيا. كما أظهرت هذه الدراسة أن مؤشرات رسملة السوق (Market Capitalization) في كل من هونغ كونغ



© Arabic Digital Library-Yarmouk University

وماليزيا وسنغافورة و وتايوان قد تعدت 100%، مما يؤشر على أن مبلغ ضخم من النقود استثمر في هذه الأسواق خلال فترة تطورها.

ومن الإنتقادات التي يمكن أن توجه إلى هذه الدراسة أنها إعتمدت على المؤشرات الوصفية أكثر من إعتمادها على المؤشرات الكمية التي يمكن أن تعطي دلالة أكبر وأوضح عن أثر التطورات التي شهدتها هذه الأسواق, كما أن الباحث عمل على مقارنة هذه الأسواق مع بعضها دون أن يأخذ بعين الإعتبار الظروف المختلفة بين هذه الدول, والعوامل التي تؤثر على آداء اسواق هذه الدول.

وفي دراسة لـ (Torre et al, 2007) هدفت إلى معرفة اثر إصلاح أسواق رأس المال لـدول أمريكا اللاتينية(17 دولة) للفترة ما بين 1975-2004 ركز فيها الباحث على برامج الخصخصة(Privatizations) وتحرير أسواق رأس المال وإنشاء سوق خاص لتبادل الأوراق المالية (الأسهم والسندات) وتطوير النظام التشريعي لهذه الأسواق, وقد عمل الباحث على استعراض مدى تطور أسواق رأس المال في هذه الدول وقام بمقارنتها بعدة دول ثلاث منها صناعية ( الولايات المتحدة, واليابان, وفرنسا) وثلاثة دول في جنوب شرق آسيا (تايلاند, وماليزيا, وكوريا), كما اعتمد الباحث على ثلاثة مؤشرات لتطور السوق المالي وهي: رسملة السوق(Market Capitalization), وأحجام التداول(Value Traded)، وزيادة رأس المال، وقد أظهرت هذه الدراسة أنه بالرغم من عمليات الإصلاح التي قامت بها هذه الدول إلا أن أسواقها بقيت غير متطورة مقارنة بالدول السابق ذكرها، كما أظهرت النتائج أن هناك نقص في مدى نشاطات أسواق الأسهم في هذه الدول في جميع هذه النسب. وأوضحت الدراسة أيضاً أنه

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

يوجد هناك تشريعات لم يتم تطبيقها في سوق رأس المال مما أدى إلى وجود فجوة بين ما هو متوقع من أداء السوق المالي والآداء الفعلي لهذه الأسواق حيث كان آدء هذه الأسواق أقل من المتوقع. ولكن الباحث في هذه الدراسة إذ قارن بين أسواق الأسهم في دول أمريكا اللاتينية وبعض الأسواق السابق ذكرها لم يأخذ بعين الإعتبار بعض العوامل مثل حجم السوق, كما انه لم يأخذ بعين الإعتبار خصائص أسواق رأس المال في الدول الناشئة مثل وجود عدد قليل من المستثمرين الذين لديهم القدرة على الاستجابة بسرعة للمعلومات الجديدة وإنخفاض السيولة وضعف التداول.

وفي دراسة (Kein, 2007)، التي قدم فيها نظرة تحليلية عامة لتطور سوق الأوراق المالية ومؤسسات هذا السوق في استونيا, بالإضافة إلى تحليل القضايا والمشاكل التي صادفت إنشاء هذا السوق, فقد تعرض الباحث في هذه الدراسة إلى أهم الشروط الواجب توفرها لإنشاء أسواق الأوراق المالية وتطورها. وأشار إلى أن إنشاء الإطار التشريعي لهذه الأسواق وتوفير البنية التحتية لها تعتبر من أهم الشروط الواجب تنفيذها لتطور هذه الأسواق.

كما أوضح الباحث أن المؤسسات التي تم إنشاؤها في سوق رأس المال في استونيا وهي(الهيئة التشريعية لسوق رأس المال, ومركز إيداع الأوراق المالية, وسوق خاص لتبادل الأوراق المالية(Tallian Stock Exchange), كان لها دور ايجابي في تفعيل دور سوق الأوراق المالية من خلال تحسن سيولة هذا السوق وزيادة نسبة المشاركين به, وزيادة عدد الأوراق المالية المسجلة لدى مركز الإيداع وزيادة عدد الشركات المدرجة في سوق رأس المال. كما توصل الباحث إلى أن تطور سوق رأس المال في استونيا يعتمد إلى حد كبير على السياسات التي تقوم



© Arabic Digital Library-Yarmouk University

بها الحكومة وخاصة برامج الخصخصة. ولكن الباحث في هذه الدراسة لم يركز على سنوات معينة قبل وبعد إنشاء المؤسسات التشريعية والتنفيذية والتوثيقية للسوق المالي حتى تكون النتائج ذات موثوقية أكبر. كما أنه لم يقارن آداء سوق الأسهم في إستونيا بعد إنشاءه بغيره من أسواق الأسهم لدول ناشئة بعد إنشائها وذلك حتى يتم معرفة مدى آداء هذا السوق مقارنة بغيره من الأسواق.

## 3-4 ملخص الدراسات السابقة

نلاحظ من خلال مراجعة الدراسات السابقة أن جميع تلك الدراسات أظهرت أن التغيرات الهيكلية والتنظيمية لأسواق رأس المال في تلك الدول قد عملت على تحسين آداء هذه الأسواق فقد كان لهذه التغييرات آثار إيجابية سواء من ناحية التأثير على عوائد الأسهم أو أحجام التداول أو القيمة السوقية للأسهم وتحسن سيولة هذه الأسواق وزيادة نسبة المشاركين به. حيث أن هذه الدراسات أظهرت أن هذه المؤشرات تزداد بعد إنشاء الأطر التشريعية والتنفيذية والتوثيقية لهذه الأسواق. وذلك بسبب زيادة الثقة في السوق المالي وزيادة الشفافية والإفصاح.

كما أوضحت هذه الدراسات أن التطورات الإقتصادية التي حدثت قبل تطوير أسواق رأس المال كانت سبباً في في تعزيز دور سوق رأس المال مما أدى إلى تطوره. وأظهرت بعض هذه الدراسات أن الحكومات قد إستفادت من التطور الذي شهدته أسواق رأس المال حيث عمل سوق رأس المال على توفير الإحتياجات التمويلية لهذه الحكومات الأمر الذي سهل إنجاز الخطط

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

الإقتصادية في تلك الدول مما أدى إلى إستغلال المصادر وتوزيعها بشكل كفؤ. كما ساعدت الشركات والبنوك على إيجاد مصدر تمويل مناسب لأنشطتها.

وقد إستنتجت بعض هذه الدراسات أيضاً أن التغييرات الهيكلية التي حدثت لأسواق رأس المال في بعض الدول لم تؤدي إلى النتائج المتوقعة حيث كانت هذه النتائج أقل من المتوقع وذلك بسبب عدم الإلتزام بتطبيق بعض التشريعات التي تصدر عن الجهات المسؤولة. وقد أكدت جميع هذه الدراسات على ضرورة تبني الدول سياسات جريئة من أجل تفعيل وتنشيط أسواق رأس المال.

ولكن مما قد يؤخذ على بعض الدراسات السابق عرضها أنها لم تقم بالإعتماد على فترتين قبل وبعد التغييرات الهيكلية والعمليات الإصلاحية التي شهدتها تلك الأسواق، كما أنها لم تأخذ بعين الإعتبار بعض المتغيرات التي تعمل على التأثير على عمليات الإصلاح والهيكلة التي شهدتها هذه الأسواق مثل العوامل الإقتصادية والسياسية والإجتماعية.

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

وقد تميزت هذه الدراسة عن غيرها من الدراسات في عدة جوانب هي:

1. أنها أخذت بعين الإعتبار بعض المتغيرات الإقتصادية التي تؤثر على عائد السهم.
2. الإعتماد على فترة زمنية طويلة نسبياً.
3. تقدير أثر إعادة هيكلة هيكلة السوق المالي مجتمعة، وأثر إنشاء كل مؤسسة من مؤسسات السوق المالي منفردة.

# الفصل الرابع

# إختبار الفرضيات ونتائج الدراسة

## 4-1 المقدمة

قبل أن نقوم بعرض نتائج الدراسة وتحليلها لا بد من الإشارة إلى عدد من النقاط التي نرى أن من المهم ذكرها:

أولاً- لقد قمنا باستخدام أسعار الفائدة الشهرية على أذونات الخزينة، أما بالنسبة للأشهر التي لم يتم بها إصدار فقد قمنا بإحتساب معدل (متوسط) الشهر السابق والشهر اللاحق لها إذا كانت لمدة شهر أو شهرين، أما إذا كانت أكثر من شهرين فقد تم الاعتماد على أسعار الفائدة الشهرية على شهادات الإيداع، وذلك لأننا إعتمدنا على بيانات شهرية في هذه الدراسة.

ثانياً- لقد تم تقسيم فترة الدراسة إلى فترتين رئيسيتين وهما من تاريخ 1-2-1991 ولغاية 31-8-1997، أما الفترة الثانية من تاريخ 1-6-1999 ولغاية 31-12-2005. حيث أن الفترة الأولى تمثل فترة ما قبل الهيكلة, والفترة الثانية تمثل فترة ما بعد الهيكلة. وما بينهما فترة التحول أو فترة إعادة الهيكلة.

ثالثاً- لقد ارتأى الباحث إحتساب عوائد الأسهم للفترة الأولى من تاريخ 1-2-1991 ولغاية 31-12-1993 لوحدها. ومن تاريخ 1-1-1994 ولغاية 31-8-1997 لوحدها، وذلك لان معدل الإنتاج الصناعي قد تم تعديل احتسابه في الفترات اللاحقة ولم يكن متناسقا مع الفترة السابقة المذكورة. أما الفترة الثانية فقد قمنا بإحتساب عوائد الأسهم للفترة كاملة دون تجزئة للفترة.

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

رابعاً- تم اختبار أثر إعادة هيكلة سوق عمان المالي على عوائد الأسهم لكل بنك على حده، وعلى البنوك مجتمعة.

وقبل أن نقوم بعرض نتائج الدراسة لا بد من الإشارة إلى أن أساس قبول أو رفض أي من الفرضيتين يتم على أساس الاعتماد على (P-Value)، فإذا كانت هذه النسبة أقل من مستوى المعنوية المحدد في هذه الدراسة (.10) فان هذا يقودنا إلى رفض الفرضية العدمية التي تنص على عدم وجود فروقات ذات دلالة إحصائية قبل وبعد التغييرات الهيكلية التي شهدها السوق، وقبول الفرضية البديلة التي تنص على وجود مثل هذه الفروقات.

## 2-4 نتائج إختبار الفرضية الأولى

لغاية إختبار الفرضية الأولى والتي تنص على أنه لا يوجد فروقات ذات دلالة إحصائية بين عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي قبل وبعد عملية إعادة هيكلة السوق. فإننا بداية قمنا بإحتساب عوائد الأسهم الشهرية للفترتين التي تمتد كل منهما لمدة 79 شهراً للبنوك عينة الدراسة، وذلك بالاعتماد على المعادلة رقم (1).

ويوضح الجدول التالي معادلات خط الإنحدار (The Regression Equations) المتعلقة بكل بنك من البنوك التجارية الأردنية، حيث تمثل (Rit) عائد السهم i في الشهر t .

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

## الجدول رقم 4-1

## معادلات خط الإنحدار المتعلقة بإختبار الفرضية الأولى

| Banks name | Firse period | |
|---|---|---|
| | 1993-12-31 / 1991-2-1 | 1997-8-31 / 1994-1-1 |
| Arab Bank | Rit = 0.0923 + 0.64 INF - 0.105 IP - 0.025 TB + 0.55 MS2 | Rit = - 0.025 - 0.289 INF - 0.124 IP +0.005 TB +0.44 MS2 |
| Jordan National Bank | Rit = 0.0739 - 1.60 INF + 0.021 IP - 0.013 TB + 1.59 MS2 | Rit = 0.0601 + 1.02 INF + 0.349 IP - 0.009 TB - 2.83 MS2 |
| Cairo Amman Bank | Rit = 0.0962 - 3.98 INF - 0.074 IP - 0.0087 TB - 1.54 MS2 | Rit = 0.097 + 0.28 INF + 0.001 IP - 0.0133 TB - 3.17 MS2 |
| Bank of Jordan | Rit = - 0.067 + 5.31 INF + 0.365 IP + 0.011 TB - 0.47MS2 | Rit = 0.0044 +0.755 INF +0.035 IP - 0.002 TB + 0.45MS2 |
| The Housing Bank | Rit = 0.0826 + 0.19 INF + 0.288 IP - 0.013TB + 0.25 MS2 | Rit = 0.0057 + 0.49 INF + 0.261 IP - 0.001 TB + 0.24MS2 |
| Jordan Kuwait Bank | Rit = 0.0043 + 1.30 INF - 0.060 IP + 0.012 TB - 1.63 MS2 | Rit = -0.006 - 0.166 INF +0.221 IP +0.001 TB + 0.05 MS2 |
| Arab Jordan Investment Bank | Rit = 0.0501 + 0.09 INF - 0.107 IP - 0.009 TB + 0.86 MS2 | Rit = 0.0157+ 0.259 INF+ 0.059IP- 0.002TB + 0.108 MS2 |
| Union Bank for Saving & Investment | Rit = 0.0738 - 0.11 INF + 0.254 IP - 0.010 TB - 0.24 MS2 | Rit = 0.0264 +0.682 INF +0.004 IP - 0.008 TB + 1.18MS2 |
| Jordan Investment & Finance Bank | Rit = 0.0407 + 1.96 INF + 0.017 IP - 0.005 TB + 0.94MS2 | Rit = 0.0649 - 0.84 INF - 0.085 IP - 0.009 TB + 0.65 MS2 |
| Arab Banking Corporation | Rit = 0.0281 - 1.42 INF + 0.349 IP + 0.004 TB - 0.54 MS2 | Rit = - 0.002 - 1.17 INF + 0.015 IP + 0.001 TB + 0.20MS2 |

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

تابع الجدول 4-1

| Banks name | Second Period<br>2005-12-31 / 1999-6-1 |
|---|---|
| ARAB Bank | Rit = 0.0269 + 0.07 INF - 0.079 IP - 0.0037 TB - 0.72 MS2 |
| Jordan National Bank | Rit = 0.0788 + 2.02 INF + 0.119 IP - 0.0175 TB + 1.74 MS2 |
| Cairo Amman Bank | Rit = 0.0544 + 1.74 INF - 0.124 IP - 0.0172 TB + 5.18 MS2 |
| Bank of Jordan | Rit = 0.0878 + 1.26 INF - 0.101 IP - 0.0145 TB - 0.16 MS2 |
| The Housing Bank | Rit = 0.0529 - 1.34 INF - 0.0633 IP - 0.0125 TB + 3.99 MS2 |
| Jordan Kuwait Bank | Rit = 0.0658 - 1.68 INF + 0.124 IP - 0.0115 TB + 1.67 MS2 |
| Arab Jordan Investment Bank | Rit = 0.0437 + 1.18 INF + 0.088 IP - 0.0128 TB + 2.84 MS2 |
| Union Bank for Saving & Investment | Rit = 0.0875 - 1.13 INF - 0.002 IP - 0.0216 TB + 4.70 MS2 |
| Jordan Investment & Finance Bank | Rit = 0.0713 + 0.28 INF - 0.0776 IP - 0.0177 TB + 3.18 MS2 |
| Arab Banking Corporation | Rit = 0.0985 + 1.32 INF - 0.066 IP - 0.0250 TB + 1.94 MS2 |

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

يشير الجدول السابق إلى نتائج الإنحدار الخطي للعلاقة بين المتغير التابع من جهة (عوائد الأسهم) لكل بنك من البنوك والمتغيرات المستقلة (معدل التضخم، معدل الناتج الصناعي، سعر الفائدة على أذونات الخزينة، ومعدل النمو في عرض النقد) من جهة أخرى، ونلاحظ من خلال هذا الجدول أن هذه العلاقة ليست مستقرة في فترات الدراسة وذلك كما يبدو من معاملات الإنحدارالتي تعكس مقدار التغير في عوائد أسهم البنوك. بحيث نلاحظ أن هذه المعاملات تأخذ قيماً سالبة وموجبة، بحيث تشير القيم السالبة إلى أن العلاقة بين المتغير التابع

والمتغير المستقل علاقة عكسية، أما القيم الموجبة تشير إلى أن هذه العلاقة علاقة إيجابية أو طردية. ويمكن أن نفسر النتائج السابقة بأن الإقتصاد الأردني تميز في الفترة الثانية بتحرره وإنفتاحه بينما لم يكن هذا الإنفتاح والتحرر موجوداً في الفترة الأولى بحيث دخلت الأردن مرحلة إمتازت بحرية إقتصادية شبه كاملة في عام 2001 أي في بدايات الفترة الثانية، إضافة إلى ذلك فإن عدم إستقرار هذه العلاقة يمكن أن يرتبط بمدى وجود بيئة سياسية وقانونية مستقرة وإدارة جيدة للاقتصاد الكلي. ولقد شهدت المملكة الكثير من الأحداث السياسية المحلية والإقليمية والكثير من التشريعات التي تتعلق بالجوانب الإقتصادية في هذه الفترة، مما قد يؤثر على طبيعة هذه العلاقة ويفسر النتائج السابقة.

**الجدول رقم 4-2**

**نتائج معادلات خط الإنحدار المتعلقة بإختبار الفرضية الأولى**

| | First Period | | | | | | Second Period | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 1-2-1991 / 31-12-1993 | | | 1-1-1994 / 31-8-1997 | | | 1-6-1999 / 31-12-2005 | | |
| Banks name | R-Sq | F-Value | P-Value | R-Sq | F-Value | P-Value | R-Sq | F-Value | P-Value |
| ARAB Bank | 11.1% | .94 | .457 | 7.3% | .76 | .556 | 0.7% | .13 | .97 |
| Jordan National Bank | 9.7% | .80 | .533 | 10.2% | 1.11 | .365 | 5.1% | .99 | .417 |
| Cairo Amman Bank | 11.9% | 1.01 | .418 | 4.2% | .43 | .788 | 15.2% | 3.31 | .015* |
| Bank of Jordan | 20.1% | 1.89 | .138 | 2.0% | .20 | .935 | 6.3% | 1.25 | .299 |
| The Housing Bank | 7.5% | .60 | .662 | 5.4% | .56 | .694 | 18.9% | 4.31 | .003* |
| Jordan Kuwait Bank | 8.8% | .73 | .581 | 7.0% | .74 | .572 | 6.3% | 1.25 | .297 |
| Arab Jordan Investment Bank | 2.1% | .16 | .958 | 1.4% | .13 | .969 | 11.5% | 2.41 | .057* |
| Union Bank | 9.7% | .80 | .534 | 8.6% | .91 | .466 | 17.3% | 3.86 | .007* |
| Jordan Investment & Finance Bank | 7.1% | .58 | .682 | 4.5% | .46 | .764 | 18.5% | 4.20 | .004* |
| Arab Banking Corporation | 16.1% | 1.44 | .245 | 5.2% | .53 | .715 | 15.9% | 3.49 | .012* |

*تشير إلى دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 10.

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

يبين الجدول 4-2 قيمة(R-Sq) وهي تعتبر قيمة متدنية مقارنة مع غيرها من الدراسات. وتبين هذه القيمة نسبة ما تفسره العوامل الإقتصادية الكلية(المتغيرات المستقلة) من التغير في المتغير التابع (عوائد الأسهم). فمثلاً نسبة ما تفسره العوامل الإقتصادية من التغير في عائد سهم البنك العربي في المعادلة رقم (1) بلغت (11.1%). أما العوامل الأخرى التي قد تؤثر على المتغير التابع فقد ترجع الى العوامل السياسية وما شهدته فترة الدراسة من أحداث وتقلبات، وكذلك العوامل النفسية التي ترتبط إرتباطاً وثيقاً بسلوك المستثمرين.

ويوضح الجدول السابق أيضاً قيمة (P-Value) ويتبين من خلال هذه القيمة في الفترة الثانية وجود علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية (.10) بين المتغيرات المستقلة مجتمعة (معدل التضخم، معدل الناتج الصناعي، سعر الفائدة على أذونات الخزينة، معدل النمو في عرض النقد) وعائد السهم لكل من بنك القاهرة عمان، بنك الإسكان، وبنك الإستثمار العربي الأردني، بنك الإتحاد، والبنك الأردني للإستثمار والتمويل، والمؤسسة العربية المصرفية. حيث بلغت هذه القيمة (.015) (.003) (.057) (.007) (.004) (.012) على التوالي. بينما لم يتبين أية فروقات ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات المستقلة مجتمعة وعوائد الأسهم للبنوك عينة الدراسة في الفترة الأولى.

كما أظهرت النتائج في الجزء الأول من الفترة الأولى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين سعر الفائدة على أذونات الخزينة وعوائد أسهم البنك العربي حيث بلغت قيمة (P-Value) .09. وهي ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية .10.

كما تبين وجود فروقات ذات دلالة إحصائية بين معدل الناتج الصناعي وعوائد أسهم المؤسسة العربية المصرفية حيث بلغت قيمة (P-Value) .05، أما ما يتعلق بمعدل التضخم

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

فقد تبين وجود علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 10. مع كل من عوائد أسهم بنك القاهرة عمان وبنك الأردن حيث بلغت قيمة (P-Value) 076. و 022. على التوالي.

أما في الجزء الثاني من الفترة الأولى فقد تبين عدم وجود أية فروقات ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 10. بين المتغيرات الإقتصادية التي تم الإعتماد عليها وعوائد أسهم البنوك عينة الدراسة.

وبما يتعلق بنتائج الإنحدار في الفترة الثانية من الدراسة فقد تبين وجود علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 10. بين عوائد أسهم بنك الإسكان وبنك الإستثمار العربي الأردني والإتحاد والمؤسسة العربية المصرفية والبنك الأردني للإستثمار والتمويل وبنك القاهرة عمان وبنك الأردن وأسعار الفائدة على أذونات الخزينة حيث بلغت قيمة P-Value (004.) (059.) (010.) (001.) (005.) (084.) (064.) على التوالي.

كما تبين وجود علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 10. بين عوائد أسهم بنك الإسكان وبنك الإستثمار العربي الأردني والإتحاد والبنك الأردني للإستثمار والتمويل وبنك القاهرة عمان ومعدل النمو في عرض النقد حيث بلغت قيمة P-Value (001.) (024.) (003.) (006.) (005.) على التوالي.

ويوضح الجدول التالي نتائج تحليل Paired Sample t- Test لأثر إعـادة هيكلـة سوق عمان المالي على عوائد الأسهم للبنوك عينة الدراسة:

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

**الجدول رقم 4-3**

**نتائج تحليل Paired Sample t- Test لأثر إعادة هيكلة سوق عمان المالي على عوائد الأسهم للبنوك عينة الدراسة**

| BANKS NAME | MEAN | | S.DEV | | DIFFERENCES | | T-VALUE | P-VALUE |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Before | After | Before | After | Mean | S.DEV | | |
| ARAB Bank | .0056 | .0044 | .0244 | .0115 | .0022 | .0256 | .75 | **.456** |
| Jordan National Bank | .0049 | .0151 | .0431 | .0365 | -.0202 | .0649 | -2.76 | **.007*** |
| Cairo Amman Bank | .0026 | .0298 | .0496 | .0569 | -.0272 | .0084 | -2.74 | **.008*** |
| Bank of Jordan | -.0046 | .0264 | .0806 | ..0275 | -.0310 | .0569 | -4.85 | **.000*** |
| The Housing Bank for Trade & and Finance | .0165 | .0319 | .0316 | .0404 | -.0154 | .0602 | -2.28 | **.026*** |
| Jordan Kuwait Bank | .0185 | .0299 | .0293 | .0271 | -.0114 | .0471 | -2.16 | **.034*** |
| Arab Jordan Investment Bank | .0088 | .0178 | .0161 | .0332 | -.0090 | .0414 | -1.94 | **.056*** |
| Union Bank for Saving & Investment | -.0007 | .0353 | .0390 | .0514 | -.0360 | .0782 | -4.10 | **.000*** |
| Jordan Investment & Finance Bank | .0102 | .0244 | .0331 | .0397 | -.0141 | .0606 | -2.07 | **.042*** |
| Arab Banking Corporation | .0187 | .0119 | .0337 | .0446 | -.0067 | .0668 | .89 | **375** |
| All Banks | .0081 | .0237 | .0193 | .0317 | -.0156 | .0451 | -3.07 | **.003*** |

*تشير إلى دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 10.

يبين الجدول رقم 4-3 نتائج إختبار أثر إعادة هيكلة سوق عمان المالي على عوائد الأسهم للبنوك عينة الدراسة المكونة من عشر بنوك تجارية أردنية مدرجة في سوق عمان المالي، ويوضح هذا الجدول الأوساط الحسابية (Means) والانحرافات المعيارية ( Standard Deviation) لعوائد الأسهم لكل فترة من فترتي الدراسة، كما يبين هذا الجدول أيضا الوسط الحسابي والانحراف المعياري للفرق بين عائد السهم للفترتين.

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

ومن خلال الاعتماد على قيمة (P-Value) تبين أن عملية إعادة هيكلة سوق عمان المالي لم يكن لها أثر ذا دلالة إحصائية عند مستوى معنوية (.10) على بنكين من البنوك التجارية الأردنية من أصل 10 بنوك وهي البنك العربي، والمؤسسة العربية المصرفية حيث بلغت هذه النسبة لكل بنك من هذه البنوك (.456)، (.375) على التوالي مما يدل على عدم وجود فروقات ذات دلالة إحصائية بين عوائد أسهم هذه البنوك قبل وبعد عملية إعادة هيكلة سوق عمان المالي.

أما البنوك التي كان لعوائدها أثر ذا دلالة إحصائية عند مستوى معنوية (.10) بسبب عملية إعادة الهيكلة، فهي كما يتضح من الجدول(4-3) 8 بنوك تجارية حيث كانت نسبة(P-Value) أقل من (.10) مستوى معنوية، مما يقودنا إلى رفض الفرضية العدمية وقبول الفرضية البديلة التي تنص على وجود فروقات بين عوائد أسهم هذه البنوك التجارية المدرجة في سوق عمان المالي.

كما يتضح من خلال هذا الجدول أيضا أن عملية إعادة هيكلة سوق عمان المالي كان لها أثر ذا دلالة إحصائية على عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية عينة الدراسة مجتمعة حيث بلغت قيمة( P-Value) 0.003 مما يدل على وجود فروقات ذات دلالة إحصائية على مجموع عوائد أسهم البنوك التجارية عينة الدراسة مجتمعة.

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

## 3-4 نتائج إختبار الفرضية الثانية

بإستخدام نموذج منهجية السوق (Market Methodology) تم إختبار الفرضية الثانية التي تنص على عدم وجود فروقات ذات دلالة إحصائية على عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية المدرجة في السوق قبل وبعد إنشاء هيئة الأوراق المالية.

وكانت نتيجة معادلة خط الإنحدار كالتالي:

**الجدول رقم4-4**

**معادلة خط الانحدار المتعلقة بإختبار الفرضية الثانية**

| Banks Name | The Regression Equations | R-Squared | F-Value | P-Value |
|---|---|---|---|---|
| ARAB Bank | Rit = 0.000230 + 1.26 MKT- 0.00041 DUM | 98.9% | 483.89 | .000* |
| Jordan National Bank | Rit = -0.00352 + 0.268 MKT+ 0.0030 DUM | 7.1% | 2.19 | .122 |
| Cairo Amman Bank | Rit = - 0.00458 - 0.009 MKT + 0.00463 DUM | 6.7% | 2.04 | .14 |
| Bank of Jordan | Rit = - 0.00049 - 0.118 MKT - 0.00025 DUM | 2.5% | .72 | .48 |
| The Housing Bank for Trade & and Finance | Rit = - 0.00110+ 0.0333 MKT + 0.00259 DUM | 6.6% | 2.02 | .142 |
| Jordan Kuwait Bank | Rit = 0.00434 + 0.529 MKT - 0.00552 DUM | 12.6% | 4.10 | .022* |
| Arab Jordan Investment Bank | Rit = 0.000871 - 0.0574 MKT - 0.00070 DUM | 1.7% | .49 | .615 |
| Union Bank for Saving & Investment | Rit = - 0.00029 - 0.382 MKT + 0.00121 DUM | 4.3% | 1.28 | .286 |
| Jordan Investment & Finance Bank | Rit = 0.00187 - 0.006 MKT + 0.00214 DUM | 1.0% | .28 | .753 |
| Arab Banking Corporation | Rit = 0.00001 - 0.046 MKT - 0.00719 DUM | 7.1% | 2.19 | .121 |

*ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 10.

نلاحظ من خلال الجدول السابق أن العلاقة بين مؤشر قطاع البنوك وعائد السهم لكل من (بنك القاهرة عمان، الأردن، الإستثمار العربي الأردني، الإتحاد، الأردني للإستثمار والتمويل، والمؤسسة العربية المصرفية) هي علاقة سالبة، كما نلاحظ أن هذه العلاقة موجبة

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

مع كل من ( البنك العربي، الأهلي، الإسكان، والبنك الأردني الكويتي). كما نلاحظ أن العلاقة ما بين المتغير الوهمي الذي يعبر عن إنشاء هيئة الأوراق المالية وعائد السهم لكل من (البنك العربي، بنك الأردن، البنك الأردني الكويتي، بنك الإستثمار العربي الأردني، والمؤسسة العربية المصرفية)هي علاقة سلبية، وأن هذه العلاقة موجبة مع عائد كل من (البنك الأهلي بنك القاهرة عمان، بنك الإسكان، بنك الإتحاد، البنك الإردني للإستثمار والتمويل).

كما يبين الجدول قيمة (R-Sq) التي تبين قيمة ماتفسره العوامل المستقلة (عائد السوق، المتغير الوهمي) من التغير في عائد السهم، ونلاحظ أن هذه النسبة تتراوح ما بين (1.0% - 98.9%). حيث أن العوامل المستقلة تفسر ما نسبته 1.0% من التغير في عائد سهم البنك الأردني للإستثمار والتمويل. و98.9% من التغير في عائد سهم البنك العربي يعزى إلى التغير في العوامل المستقلة.

ويوضح الجدول السابق قيمة (P-Value) ويتبين من خلال هذه القيمة وجود علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية (.10) بين المتغيرات المستقلة مجتمعة (مؤشر السوق، المتغير الوهمي) وعائد السهم لكل من البنك العربي والبنك الأردني الكويتي حيث بلغت هذه القيمة (.000) (.022) على التوالي.

وفيما يلي نتائج تحليل Paired Sample t- Test لأثر إنشاء هيئة الأوراق المالية على عوائد الأسهم للبنوك عينة الدراسة:

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

**الجدول رقم5-4**

**نتائج تحليل Paired Sample t- Test لأثر إنشاء هيئة الأوراق المالية على عوائد الأسهم للبنوك عينة الدراسة**

| BANKS NAME | MEAN | | S.DEV | | DIFFERENCES | | T-VALUE | P-VALUE |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Before | After | Before | After | Mean | S.DEV | | |
| ARAB Bank | .0005 | .0035 | .0072 | .0129 | -.0030 | .0149 | -1.12 | **.27** |
| Jordan National Bank | -.0035 | .0003 | .0015 | .0027 | -.0037 | .0032 | -6.44 | **.000*** |
| Cairo Amman Bank | -.0046 | .00001 | .0001 | .0001 | -.0046 | .0001 | -256.65 | **.000*** |
| Bank of Jordan | -.0005 | -.0011 | .0007 | .0012 | .0006 | .0014 | 2.22 | **.035*** |
| The Housing Bank for Trade & and Finance | -.0011 | .0016 | .0002 | .0003 | -.0027 | .0004 | -36.59 | **.000*** |
| Jordan Kuwait Bank | .0045 | .0004 | .0030 | .0054 | .0041 | .0063 | 3.57 | **.001*** |
| Arab Jordan Investment Bank | .0009 | .000007 | .0003 | .0006 | .0009 | .0007 | 6.09 | **.000*** |
| Union Bank for Saving & Investment | -.0004 | -.0002 | -.0022 | .0039 | -.0002 | .0045 | -0.20 | **.845** |
| Jordan Investment & Finance Bank | .0019 | .0039 | .0001 | .0001 | -.0021 | .0001 | -150.29 | **.000*** |
| Arab Banking Corporation | -.00003 | -.0073 | .0003 | .0005 | .0073 | .0005 | 75.18 | **.000*** |
| All Banks | -.0002 | .0001 | .0009 | .0015 | -.0004 | .0017 | -1.09 | **.285** |

*تشير إلى دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 10.

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

يبين الجدول رقم 4-5 نتائج إختبار أثر إنشاء هيئة الأوراق المالية على عوائد الأسهم للبنوك عينة الدراسة المكونة من عشر بنوك تجارية أردنية مدرجة في سوق عمان المالي، ويوضح هذا الجدول الأوساط الحسابية (Means) والانحرافات المعيارية ( Standard Deviation) لعوائد الأسهم لكل فترة من فترتي الدراسة، كم يبين هذا الجدول أيضا الوسط الحسابي والانحراف المعياري للفرق بين عائد السهم للفترتين.

ومن خلال الاعتماد على قيمة (P-Value) تبين أن إنشاء هيئة الأوراق المالية لم يكن لها اثر ذا دلالة إحصائية على المدى القصير عند مستوى معنوية (.10) على بنكين من البنوك التجارية الأردنية من أصل 10 بنوك وهي البنك العربي، وبنك الاتحاد للادخار والاستثمار، حيث بلغت هذه النسبة لكل بنك من هذه البنوك 27. ، 845.، على التوالي وهي أعلى من مستوى المعنوية 10. مما يدل على عدم وجود فروقات ذات دلالة إحصائية بين عوائد أسهم هذه البنوك قبل وبعد عملية إنشاء هيئة الأوراق المالية.

أما البنوك التي كان لعوائدها أثر ذا دلالة إحصائية على المدى القصير عند مستوى معنوية (.10) بسبب عملية إعادة الهيكلة، فهي كما يتضح من الجدول(4–5) 8 بنوك تجارية، حيث كانت نسبة(P-Value) أقل من (.10) مستوى المعنوية، مما يقودنا إلى رفض الفرضية العدمية وقبول الفرضية البديلة التي تنص على وجود فروقات بين عوائد أسهم هذه البنوك التجارية المدرجة في سوق عمان المالي.

كما يتضح من خلال هذا الجدول أيضا أن إنشاء هيئة الأوراق المالية لم يكن لها على المدى القصير أثر ذا دلالة إحصائية على عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية عينة الدراسة مجتمعة حيث بلغت قيمة( P-Value) 285.، مما يدل على عدم وجود فروقات ذات دلالة إحصائية على مجموع عوائد أسهم البنوك التجارية عينة الدراسة مجتمعة.

© Arabic Digital Library- Yarmouk University

## 4-4 نتائج إختبار الفرضية الثالثة

بإستخدام نموذج منهجية السوق (Market Methodology) تم إختبار الفرضية الثالثة التي تنص على عدم وجود فروقات ذات دلالة إحصائية على عوائد أسهم البنوك التجارية الأدرنية المدرجة في السوق قبل وبعد إنشاء بورصة عمان/ سوق الأوراق المالية.

وكانت نتيجة معادلة خط الإنحدار كما في الجدول التالي:

**الجدول رقم4-6**

**معادلة خط الإنحدار المتعلقة بإختبار الفرضية الثالثة**

| Banks Name | The Regression Equations | R-Squared | F-Value | P-Value |
|---|---|---|---|---|
| ARAB Bank | Rit = 0.000150 + 1.07 MKT + 0.000049 DUM | 90.0% | 255.99 | .000* |
| Jordan National Bank | Rit = - 0.00157 + 0.983 MKT + 0.00025 DUM | 19.1% | 6.75 | .002* |
| Cairo Amman Bank | Rit = - 0.00202 - 0.034 MKT + 0.00035 DUM | 0.1% | .04 | .960 |
| Bank of Jordan | Rit = 0.00231 + 0.652 MKT - 0.00421 DUM | 12.0% | 3.87 | .026* |
| The Housing Bank for Trade & and Finance | Rit = 0.00014 + 0.987 MKT - 0.00038 DUM | 19.9% | 7.09 | .002* |
| Jordan Kuwait Bank | Rit = - 0.00090 + 0.362 MKT + 0.00106 DUM | 4.5% | 1.35 | .026* |
| Arab Jordan Investment Bank | Rit = - 0.00146 + 0.025 MKT - 0.00160 DUM | 0.7% | .21 | .812 |
| Union Bank for Saving & Investment | Rit = - 0.00337 - 0.022 MKT + 0.00380 DUM | 1.4% | .41 | .666 |
| Jordan Investment & Finance Bank | Rit = 0.00004 + 0.071 MKT - 0.00089 DUM | 0.5% | .14 | .872 |
| Arab Banking Corporation | Rit = 0.00503 + 0.105 MKT - 0.00483 DUM | 5.8% | 1.75 | .183 |

*ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 10.

نلاحظ من خلال الجدول السابق أن العلاقة بين مؤشر قطاع البنوك وعائد السهم لكل من ( بنك القاهرة عمان، بنك الإتحاد) هي علاقة سلبية، بينما هذه العلاقة موجبة مع البنوك



© Arabic Digital Library Yarmouk University

الأخرى. كما نلاحظ أن العلاقة ما بين المتغير الوهمي الذي يعبر عن إنشاء بورصة عمان وعائد السهم لكل من (بنك الأردن، بنك الإسكان، بنك الإستثمار العربي الأردني، والمؤسسة العربية المصرفية، والبنك الأردني للإستثمار والتمويل)هي علاقة سلبية، وأن هذه العلاقة موجبة مع عائد كل من (البنك العربي، البنك الأهلي، بنك القاهرة عمان، البنك الأردني الكويتي، بنك الإتحاد).

كما يبين الجدول قيمة (R-Sq) التي تبين نسبة ماتفسره العوامل المستقلة (عائد السوق، المتغير الوهمي) من التغير في عائد السهم، ونلاحظ أن هذه النسبة تتراوح ما بين (0.1% - 90.0%). حيث أن العوامل المستقلة تفسر ما نسبته 0.1% من التغير في عائد سهم بنك القاهرة عمان. وتفسر ما نسبته 90.0% من التغير في عائد سهم البنك العربي.

ويوضح الجدول السابق قيمة (P-Value) ويتبين من خلال هذه القيمة وجود علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية (.10) بين المتغيرات المستقلة مجتمعة (مؤشر السوق، المتغير الوهمي) وعائد السهم لكل من البنك العربي والبنك الأهلي وبنك الأردن وبنك الإسكان والبنك الأردني الكويتي حيث بلغت هذه القيمة (.000) (.002) (.026) (.002) (.026) على التوالي.

ويوضح الجدول التالي نتائج تحليل Paired Sample t - Test لأثر إنشاء بورصة عمان (سوق الأوراق المالية) على عوائد الأسهم للبنوك عينة الدراسة:

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

**الجدول رقم 4-7**

**نتائج تحليل Paired Sample t - Test لأثر إنشاء بورصة عمان (سوق الأوراق المالية) على عوائد الأسهم للبنوك عينة الدراسة**

| BANKS NAME | MEAN | | S.DEV | | DIFFERENCES | | T-VALUE | P-VALUE |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Before | After | Before | After | Mean | S.DEV | | |
| ARAB Bank | .0006 | -.0018 | .0086 | .0078 | .0022 | .0114 | 1.16 | **.254** |
| Jordan National Bank | -.0012 | -.0032 | .0079 | .0072 | .0020 | .0105 | 1.06 | **.297** |
| Cairo Amman Bank | -.0020 | -.0015 | .0003 | .0003 | -.0004 | .0004 | -6.69 | **.000*** |
| Bank of Jordan | .0026 | -.0031 | .0053 | .0048 | .0057 | .0069 | 4.51 | **.000*** |
| The Housing Bank for Trade & and Finance | .0006 | -.0021 | .0079 | .0072 | .0027 | .0105 | 1.03 | **.177** |
| Jordan Kuwait Bank | -.0007 | -.0005 | .0029 | .0027 | -.0002 | .0038 | -0.31 | **.756** |
| Arab Jordan Investment Bank | -.0015 | -.0031 | .0002 | .0002 | -.0039 | .0003 | 36.20 | **.000*** |
| Union Bank for Saving & Investment | -.0034 | .0005 | .0002 | .0002 | -.0039 | .0003 | -83.63 | **.000*** |
| Jordan Investment & Finance Bank | .0001 | -.0009 | .0006 | .0005 | .0011 | .0008 | 7.64 | **.000*** |
| Arab Banking Corporation | .0051 | -.000003 | .0008 | .0008 | .0051 | .0011 | 24.71 | **.000*** |
| All Banks | -.00001 | -.00159 | .0034 | .0031 | .0016 | .0045 | 1.97 | **.058*** |

*تشير إلى دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 10.

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

يبين الجدول رقم 4-7 نتائج إختبار أثر إنشاء بورصة عمان (سوق الأوراق المالية) على عوائد الأسهم للبنوك عينة الدراسة المكونة من عشر بنوك تجارية أردنية مدرجة في سوق عمان المالي, ويوضح هذا الجدول الأوساط الحسابية (Means) والانحرافات المعيارية (Standard Deviation) لعوائد الأسهم لكل فترة من فترتي الدراسة, كم يبين هذا الجدول أيضا الوسط الحسابي والانحراف المعياري للفرق بين عائد السهم للفترتين.

ومن خلال الاعتماد على قيمة (P-Value) تبين أن عملية إنشاء بورصة عمان (سوق الأوراق المالية) لم يكن لها اثر ذا دلالة إحصائية على المدى القصير عند مستوى معنوية

(.10) على أربعة بنوك تجارية أردنية من أصل 10 بنوك وهي البنك العربي، وبنك الأهلي الأردني وبنك الإسكان للتجارة والتمويل والبنك الأردني الكويتي, حيث بلغت هذه النسبة لكل بنك من هذه البنوك 254. ، 297.، 177.، 756. على التوالي مما يدل على عدم وجود فروقات ذات دلالة إحصائية بين عوائد أسهم هذه البنوك قبل وبعد انشاء بورصة عمان.

أما البنوك التي كان لعوائدها أثر ذو دلالة إحصائية على المدى القصير عند مستوى معنوية (.10)بسبب إنشاء بورصة عمان، فهي كما يتضح من الجدول(4-7) 6 بنوك تجارية وهي بنك القاهرة عمان وبنك الأردن وبنك الاتحاد للادخار والاستثمار والبنك العربي الأردني للاستثمار والتمويل وبنك الاستثمار العربي الأردني وبنك المؤسسة العربية المصرفية. حيث كانت نسبة(P-Value) أقل من (.10) مستوى معنوية، مما يقودنا إلى رفض الفرضية العدمية وقبول الفرضية البديلة التي تنص على وجود فروقات ذات دلالة احصائية بين عوائد أسهم البنوك التجارية المدرجة في سوق عمان المالي قبل وبعد إنشاء بورصة عمان.

كما يتضح من خلال هذا الجدول أيضا أن إنشاء بورصة عمان كان لها أثر ذا دلالة إحصائية على المدى القصير على عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية عينة الدراسة مجتمعة حيث بلغت قيمة( P-Value) 058.، مما يدل على وجود فروقات ذات دلالة إحصائية على مجموع عوائد أسهم البنوك التجارية عينة الدراسة مجتمعة.

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

## 5-4 نتائج إختبار الفرضية الرابعة

تم إختبار الفرضية الرابعة التي تنص على عدم وجود فروقات ذات دلالة إحصائية بين عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي قبل وبعد إنشاء مركز إيداع الأوراق الماليةً بإستخدام نموذج منهجية السوق (Market Methodology). وكانت نتيجة معادلة خط الإنحدار كالتالي:

**الجدول رقم 4-8**

**معادلة خط الإنحدار المتعلقة بإختبار الفرضية الرابعة**

| Banks Name | The Regression Equations | R-Squared | F-Value | P-Value |
|---|---|---|---|---|
| ARAB Bank | Rit = 0.000475 + 1.10 MKT - 0.000179 DUM | 86.8% | 187.48 | .000* |
| Jordan National Bank | Rit = - 0.00019 + 0.908 MKT + 0.00075 DUM | 11.8% | 3.82 | .028* |
| Cairo Amman Bank | Rit = - 0.00205 - 0.192 MKT + 0.00313 DUM | 1.4% | .41 | .666 |
| Bank of Jordan | Rit = - 0.00323 + 0.140 MKT + 0.00345 DUM | 2.1% | .62 | .543 |
| The Housing Bank for Trade & and Finance | Rit = - 0.00211 + 0.991 MKT + 0.00042 DUM | 8.8% | 2.75 | .072* |
| Jordan Kuwait Bank | Rit = 0.00183 + 0.399 MKT - 0.00285 DUM | 5.2% | 1.56 | .220 |
| Arab Jordan Investment Bank | Rit = - 0.00213 + 0.268 MKT + 0.00224 DUM | 1.2% | .33 | .718 |
| Union Bank for Saving & Investment | Rit = - 0.00176 - 0.385 MKT + 0.00127 DUM | 4.8% | 1.43 | .247 |
| Jordan Investment & Finance Bank | Rit = - 0.00073 + 0.219 MKT + 0.00011 DUM | 1.8% | .51 | .602 |
| Arab Banking Corporation | Rit = - 0.00018 - 0.080 MKT - 0.00158 DUM | 2.3% | .66 | .522 |

*ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 10.

نلاحظ من خلال الجدول السابق أن العلاقة بين مؤشر قطاع البنوك وعائد السهم هي علاقة سلبية لكل من ( بنك القاهرة عمان، الإتحاد، المؤسسة العربية المصرفية)، كما نلاحظ

© Arabic Digital Library Yarmouk University

أن هذه العلاقة إيجابية مع كل من (البنك العربي، الأهلي، الإسكان، الأردن، الإستثمار العربي الأردني، الكويتي، الأردني للإستثمار والتمويل). كما نلاحظ أن العلاقة ما بين المتغير الوهمي الذي يعبر عن إنشاء مركز إيداع الأوراق المالية وعائد السهم لكل من (البنك العربي، البنك الأردني الكويتي، المؤسسة العربية المصرفية)هي علاقة سلبية، وأن هذه العلاقة موجبة مع عائد كل من البنوك الأخرى.

كما يبين الجدول قيمة (R-Sq) التي تبين نسبة ماتفسره العوامل المستقلة (عائد السوق، المتغير الوهمي) من التغير في عائد السهم،.ونلاحظ أن هذه النسبة تتراوح ما بين (1.2% -86.8%). حيث أن العوامل المستقلة تفسر ما نسبته 1.2% من التغير في عائد سهم بنك الإستثمار العربي الأردني. وتفسر ما نسبته 86.8% من التغير في عائد سهم البنك العربي.

ويوضح الجدول السابق قيمة (P-Value) ويتبين من خلال هذه القيمة وجود علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية (.10) بين المتغيرات المستقلة مجتمعة (مؤشر السوق، المتغير الوهمي) وعائد السهم لكل من البنك العربي والبنك الأهلي وبنك الإسكان حيث بلغت هذه القيمة (.000) (.028) (.072) على التوالي.

ويوضح الجدول التالي نتائج تحليل Paired Sample t- Test لأثر إنشاء مركز إيداع الأوراق المالية على عوائد الأسهم للبنوك عينة الدراسة:



© Arabic Digital Library-Yarmouk University

**الجدول رقم 4-9**

**نتائج تحليل Paired Sample t- Test لأثر إنشاء مركز إيداع الأوراق المالية على عوائد الأسهم للبنوك عينة الدراسة**

| BANKS NAME | MEAN | | S.DEV | | DIFFERENCES | | T-VALUE | P-VALUE |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Before | After | Before | After | Mean | S.DEV | | |
| ARAB Bank | -.0021 | -.0003 | .0083 | .0053 | -.0018 | .0091 | -1.10 | **.28** |
| Jordan National Bank | -.0023 | .0001 | .0068 | .0044 | -.0024 | .0075 | -1.76 | **.08*** |
| Cairo Amman Bank | -.0016 | .0012 | .0015 | .0009 | -.0028 | .0016 | -9.56 | **.000*** |
| Bank of Jordan | -.0036 | .0002 | .0011 | .0007 | -.0037 | .0012 | -17.44 | **.000*** |
| The Housing Bank for Trade & and Finance | -.0044 | -.0022 | .0075 | .0048 | -.0022 | .0082 | -1.49 | **.148** |
| Jordan Kuwait Bank | .0009 | -.0012 | .0030 | .0019 | .0021 | .0033 | 3.52 | **.001*** |
| Arab Jordan Investment Bank | -.0027 | -.00001 | .0020 | .0013 | -.0027 | .0022 | -6.82 | **.000*** |
| Union Bank for Saving & Investment | -.0009 | -.0003 | .0029 | .0018 | -.0006 | .0032 | -.97 | **.339** |
| Jordan Investment & Finance Bank | -.0012 | -.0007 | .0017 | .0011 | .0005 | .0018 | -1.57 | **.127** |
| Arab Banking Corporation | .0000 | -.0017 | .0006 | .0004 | .0017 | .0007 | 14.21 | **.000*** |
| All Banks | -.0018 | -.0005 | .0025 | .0016 | -.0013 | .0028 | -2.55 | **.016*** |

*تشير إلى دلالة إحصائية عند مستوى معنوية10.

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

يبين الجدول رقم 4-9 نتائج اختبار أثر إنشاء مركز إيداع الأوراق المالية على عوائد الأسهم للبنوك عينة الدراسة المكونة من عشر بنوك تجارية أردنية مدرجة في سوق عمان المالي, ويوضح هذا الجدول الأوساط الحسابية (Means) والانحرافات المعيارية ( Standard Deviation) لعوائد الأسهم لكل فترة من فترتي الدراسة, كم يبين هذا الجدول أيضا الوسط الحسابي والانحراف المعياري للفرق بين عائد السهم للفترتين.

ومن خلال الاعتماد على قيمة (P-Value) تبين أن عملية إعادة هيكلة سوق عمان المالي لم يكن لها اثر ذا دلالة إحصائية على المدى القصير عند مستوى معنوية (.10) على أربعة بنوك تجارية أردنية من أصل 10 بنوك وهي البنك العربي، وبنك الإسكان للتجارة والتمويل وبنك الاتحاد للادخار والاستثمار والبنك الأردني للاستثمار والتمويل, حيث بلغت هذه النسبة لكل بنك من هذه البنوك28.، 148.، 339.، 127. على التوالي مما يدل على عدم وجود فروقات ذات دلالة إحصائية بين عوائد أسهم هذه البنوك التجارية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي قبل وبعد إنشاء مركز إيداع الأوراق المالية.

أما البنوك التي كان لعوائدها أثر ذا دلالة إحصائية على المدى القصير عند مستوى معنوية(.10) بسبب إنشاء مركز إيداع الأوراق المالية، فهي كما يتضح من الجدول 6 بنوك تجارية وهي بنك القاهرة عمان والنك الأهلي وبنك الأردن والبنك الأردني الكويتي والبنك العربي الأردني للاستثمار والتمويل وبنك المؤسسة العربية المصرفية. حيث كانت نسبة(P-Value) اقل من (.10) مستوى معنوية، مما يقودنا إلى رفض الفرضية العدمية وقبول الفرضية البديلة التي تنص على وجود فروقات ذات دلالة احصائية بين عوائد أسهم البنوك التجارية المدرجة في سوق عمان المالي.

كما يتضح من خلال هذا الجدول أيضا أن إنشاء مركز إيداع الأوراق المالية كان له أثر ذا دلالة إحصائية على المدى القصير على عوائد أسهم البنوك التجارية الأردنية عينة الدراسة مجتمعة حيث بلغت قيمة( P-Value) 016.، مما يدل على وجود فروقات ذو دلالة إحصائية على مجموع عوائد أسهم البنوك التجارية عينة الدراسة مجتمعة.

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

## 6-4 ملخص نتائج إختبارات أثر التغييرات الهيكلية على عوائد الأسهم

يمكن تلخيص نتائج الإختبارات السابقة من خلال عرض الجدول التالي الذي يبين قيمة (P-Value):

**الجدول رقم 4-10**

**ملخص نتائج الإختبارات المتعلقة بأثر التغييرات الهيكلية التي شهدها سوق عمان المالي**

| Banks Name | Restructuring process | SecurityExchange Commission | Amman Stock Exchange | Securities Depository Center |
|---|---|---|---|---|
| Arab Bank | .456 | .27 | .254 | .28 |
| Jordan National Bank | .007* | .000* | .297 | .08* |
| Cairo Amman Bank | .008* | .000* | .000* | .000* |
| Bank of Jordan | .000* | .035* | .000* | .000* |
| The Housing Bank for Trade & and Finance | .026* | .000* | .177 | .148 |
| Jordan Kuwait Bank | .034* | .001* | .756 | .001* |
| Arab Jordan Investment Bank | .056* | .000* | .000* | .000* |
| Union Bank for Saving & Investment | .000* | .845 | .000* | .339 |
| Jordan Investment & Finance Bank | .042* | .000* | .000* | .127 |
| Arab Banking Corporation | .375 | .000* | .000* | .000* |
| All Banks | .003* | .285 | .058* | .016* |

*ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 10.

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

يتبين من خلال تلخيص نتائج الإختبارات السابقة أن عملية إعادة هيكلة سوق عمان المالي مجتمعةً كان لها أثر ذو دلالة إحصائية على عوائد أسهم 8 بنوك تجارية بالإضافة إلى عوائد أسهم البنوك عينة الدراسة مجتمعة. كما أن إنشاء هيئة الأوراق المالية كان لها أثر ذو دلالة إحصائية على المدى القصير على (8) بنوك تجارية أردنية من أصل (10) بنوك، ولكن لم يكن هناك مثل هذه الفروقات على عوائد أسهم البنوك مجتمعة.

كما أن إنشاء بورصة عمان ومركز إيداع الأوراق المالية كان لها أثر ذو دلالة إحصائية على المدى القصير على عوائد أسهم (6) بنوك تجارية من أصل (10) بنوك بالإضافة إلى عوائد أسهم البنوك عينة الدراسة مجتمعة.

ويبين الجدول السابق أن عوائد أسهم كلٍ من بنك القاهرة عمان، وبنك الأردن، وبنك الإستثمار العربي الأردني قد تأثرت بجميع التغييرات الهيكلية التي شهدها السوق، سواء عملية إعادة هيكلة السوق مجتمعة أو إنشاء كل مؤسسة من مؤسسات السوق. كما أن عوائد أسهم البنك الأهلي الأردني والبنك الأردني الكويتي لم تتأثر على المدى القصير بإنشاء بورصة عمان. بينما تأثرت بإنشاء الهيئة ومركز الإيداع. أما البنك الوحيد الذي لم تتأثر عوائد أسهمه بأيٍ من التغييرات الهيكلية التي شهدها السوق كان البنك العربي.

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

# الفصل الخامس

## الاستنتاجات والتوصيات

### 5-1 الاستنتاجات

أوضحت الاختبارات الإحصائية المتعلقة بأثر التغييرات الهيكلية التي شهدها سوق عمان المالي ابتداء من عام 1997 والتي تمثلت في إنشاء هيئة الأوراق المالية وبورصة عمان (سوق عمان المالي) ومركز إيداع الأوراق المالية ما يلي:

1. من خلال عرض نتائج التحليل نلاحظ أن عملية إعادة هيكلة سوق عمان المالي مجتمعة كان لها على المدى الطويل أثر إيجابي ذا دلالة إحصائية على عوائد أسهم البنك الأردني الكويتي، وبنك الإسكان، وبنك الاتحاد، البنك الأردني للاستثمار والتمويل، بنك القاهرة عمان، بنك الأردن، البنك الأهلي الأردني، وبنك الإستثمار العربي الأردني.

كما أظهرت الإختبارات الإحصائية أن إنشاء هيئة الأوراق المالية كان لها أثر إيجابي ذا دلالة إحصائية على المدى القصير على عوائد أسهم البنك الأهلي الأردني، بنك القاهرة عمان، بنك الأردن، وبنك الإسكان، البنك الأردني الكويتي، البنك الأردني للاستثمار والتمويل، وبنك المؤسسة العربية المصرفية، وبنك الإستثمار العربي الأردني.

كما كان لإنشاء بورصة عمان أثر إيجابي ذا دلالة إحصائية على المدى القصير على عوائد أسهم كل من بنك القاهرة عمان، بنك الأردن، البنك الأردني للاستثمار والتمويل، وبنك الاتحاد للادخار والاستثمار، وبنك المؤسسة العربية المصرفية، البنك العربي الأردني للاستثمار والتمويل. وكان لإنشاء مركز ايداع الاوراق المالية أثر إيجابي ذا دلالة إحصائية



© Arabic Digital Library - Yarmouk University

على المدى القصير على عوائد أسهم بنك القاهرة عمان بنك الأردن، البنك الأردني الكويتي، وبنك المؤسسة العربية المصرفية، وبنك الاستثمار العربي الأردني، والبنك الأهلي الأردني.

وفي رأي الباحث فإن هذه التغييرات الهيكلية التي شهدها السوق قد عملت على تعزيز مستويات الإفصاح والشفافية في سوق عمان المالي، كما ساهمت بشكل أفضل في تحسين نوعية المعلومات المقدمة للمستثمرين مما أدى إلى زيادة ثقة المستثمرين في السوق وبالتالي تعزيز الاستثمار به والاعتماد عليه من قبل المستثمرين الأفراد والشركات المحلية والأجنبية كوسيلة للتمويل. وبإعتبار القطاع المصرفي أحد أهم القطاعات المدرجة في سوق عمان المالي إنعكس هذا الأمر على عوائد أسهمه وخصوصاً أن هذا القطاع يتميز بالنمو والتطور المستمر والإقبال على التعامل بأسهمه.

وهذه النتيجة تؤكد نتيجة دراسات سابقة، حيث جاءت هذه النتيجة متفقة مع نتائج دراسة (الفيومي، 2003) والتي أظهرت أن التغييرات الهيكلية والتنظيمية التي شهدها سوق عمان المالي إبتداءً من عام 1997 كان لها أثراً إيجابياً على السوق المالي الأردني.

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

2. البنوك التي لم يكن لعملية إعادة هيكلة السوق مجتمعة على المدى الطويل أثر ذا دلالة إحصائية على عوائد أسهمها هي البنك العربي، وبنك المؤسسة العربية المصرفية، أما إنشاء هيئة الأوراق المالية لم يكن لها على المدى القصير أثر ذا دلالة إحصائية على عوائد أسهم البنك العربي، وبنك الاتحاد للادخار والاستثمار. كما لم يكن لإنشاء بورصة عمان على المدى القصير أثر ذا دلالة إحصائية على عوائد أسهم البنك العربي، والبنك الأهلي، وبنك الإسكان للتجارة والتمويل، والبنك الأردني الكويتي.

ولم يظهر على عوائد أسهم البنك العربي وبنك الاتحاد وبنك الإسكان والبنك الأردني للاستثمار والتمويل على المدى القصير أية فروقات ذات دلالة إحصائية بسبب إنشاء مركز إيداع الأوراق المالية.

وفي رأي الباحث، فإن سبب عدم تأثر عوائد أسهم هذه البنوك بالتغييرات الهيكلية التي شهدها السوق يعود إلى بعض الأحداث الداخلية التي حدثت في هذه البنوك ويتوقع أنها أدت إلى إختلال طبيعة العلاقة بين هذه التغييرات وعوائد الأسهم مثل الإعلان عن التقارير السنوية التي تصدرها البنوك أو الإعلان عن عدم توزيع أرباح. وبشكل عام فإن هناك الكثير من الأحداث التي تؤثر على عوائد أسهم الشركات، ولا يترتب عليها تأثيرات مباشرة أو آنية على عوائدها، أو قد لا يتناسب مع حجم أثرها على أسعار الأسهم وعوائدها.

أما سبب عدم تأثر عوائد أسهم بنك الإسكان بإنشاء بورصة عمان ومركز إيداع الأوراق المالية فقد يكون مرجعه إلى أن عوائد أسهم بنك الإسكان إستوعبت أثر هذه التغييرات الهيكلية بعد إنشاء هيئة الأوراق المالية وهي أولى هذه التغييرات التي شهدها السوق. كما يمكن أن يفسر ذلك سبب عدم تأثر عوائد أسهم بنك الإتحاد بإنشاء مركز إيداع الأوراق المالية، حيث إستوعب إنشاء بورصة عمان الأثر على عوائد أسهم البنك.

3. عند قياس أثر عملية إعادة هيكلة سوق عمان المالي وإنشاء كل مؤسسة من مؤسسات السوق المالي على عوائد أسهم البنوك عينة الدراسة مجتمعة فقد أظهرت النتائج أن عملية إعادة هيكلة سوق عمان المالي وإنشاء كلٍ من مركز إيداع الأوراق المالية وبورصة عمان/ سوق الاوراق المالية كان لها أثر ذا دلالة إحصائية على مجموع عوائد أسهم البنوك

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

مجتمعة، أما إنشاء هيئة الاوراق المالية لم يكن لها على المدى القصير أثر ذا دلالة إحصائية على عوائد أسهم البنوك مجتمعة.

ويمكن تفسير هذه النتيجة على أن إستجابة عوائد الأسهم لإنشاء هذه المؤسسات يتم بشكل أكبر بعد إستكمال إنشاء جميع هذه المؤسسات، فقد بلغت قيمة (P-Value) عند إختبار أثر إنشاء هيئة الأوراق المالية وبورصة عمان ومركز إيداع الأوراق المالية(.285) (.058) (.016)على التوالي. ويمكن أن يدعم هذا التفسير أن الإختبارات الإحصائية أظهرت فروقات ذات دلالة إحصائية بين عوائد أسهم البنوك مجتمعة بعد إستكمال عملية إعادة هيكلة سوق عمان المالي مجتمعة.

أما بما يتعلق بعدم وجود فروقات ذات دلالة إحصائية بين عوائد أسهم البنوك مجتمعة بسبب إنشاء هيئة الأوراق المالية وخصوصاً مع وجود فروقات ذات دلالة إحصائية على (8) بنوك فقد يكون سبب ذلك تحيز النتائج لعوائد أسهم البنوك التي لم يظهر على عوائد أسهمها أية فروقات ذات دلالة إحصائية بسبب إنشاء هيئة الأوراق المالية، وخصوصاً أن البنك العربي يعد من أقوى وأفضل البنوك على المستوى المحلي والعالمي.

4. البنك العربي هو البنك الوحيد الذي لم يظهر على عوائد أسهمه أية فروقات ذات دلالة إحصائية قبل وبعد التغييرات الهيكلية التي أجريت على السوق. ويمكن أن يفسر ذلك بأن البنك العربي يصنف من أكبر المؤسسات المالية من حيث قاعدة رأس المال وإجمالي الموجودات الأمر الذي أدى إلى أن يمتلك ثقة المستثمرين فيه وبالتالي صعوبة تأثره بأية تغييرات.

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

## 5-2 التوصيات

توصي هذه الدراسة بعدة أمور يرى الباحث أن لها أهمية كبرى:

أولاً: دراسة أثر إعادة هيكلة سوق عمان المالي على مؤشرات أخرى مثل القيمة السوقية للأسهم، وحجم التداول، ومقدار السيولة، بالإضافة إلى دراسة أثر هذه التغييرات الهيكلية على قطاعات أخرى.

ثانياً: ضرورة العمل على صياغة نماذج أخرى مع الأخذ بعين الاعتبار المتغيرات السياسية التي يرى الباحث أنها تلعب دورا في جذب الاستثمارات الخارجية لسوق عمان المالي.

ثالثاً: إن هذه الدراسة إذ تمكنت من إيجاد أثر ذا دلالة إحصائية على أغلبية عوائد أسهم البنوك التجارية عينة الدراسة، لا تؤكد أن البنوك الأخرى لم تتأثر عوائدها بعملية إعادة هيكلة السوق بل تؤكد على ضرورة تجربة وصياغة نماذج أخرى، إضافة إلى تأثير العوامل الأخرى على تحركات السوق وخصوصا المتغيرات السياسية والاجتماعية ذات العلاقة.

رابعاً: ضرورة دراسة أثر التغييرات الهيكلية والتنظيمية على عوائد أسهم الشركات المدرجة في سوق عمان المالي مع الأخذ بعين الإعتبار بعض الأحداث الداخلية الهامة المتعلقة بالشركات، والتي تؤدي إلى إختلال طبيعة العلاقة بين هذه التطورات وعوائد الأسهم.

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

## المراجع

### المراجع العربية

### أولا- الكتب


1. أبو موسى، رسمية، الأسواق المالية والنقدية، دار المعتز للنشر، عمان- الأردن، الطبعة الأولى, 1999, ص 15.
2. أندراوس، عاطف، أسواق الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2006، ص 21.
3. الرشيدات، ممدوح، التشريعات المالية والمصرفية، دار الخليج للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2001، ص27.
4. الجمل، جمل، دراسات في الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر، الطبعة الأولى، اربد، 2006، ص8.
5. السيسي، صلاح الدين، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب للنشر، الطبعة الأولى، القاهرة، 2003، ص15.
6. حماد، طارق، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية, الدار الجامعية, الإسكندرية, 2000, ص 270 .
7. الطراد، إسماعيل، وعباد، جمعة، التشريعات المالية والمصرفية في الأردن، الطبعة الأولى، عمان، 2000، ص229.
8. ماضي، رمزي، مجموعة التشريعات التجارية الأردنية لعام 1997، الطبعة الأولى، دار وائل للطباعة والنشر، عمان، 1997.


© Arabic Digital Library-Yarmouk University

9. مطر، محمد، إدارة الاستثمارات، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية عمان- الأردن 1999 ص175.

**ثانيا- الدوريات**

10. البدري، صباح والخوري، رتاب، 1997، "دراسة تحركات الأسهم في سوق عمان المالي باستخدام النماذج القياسية"، دراسات العلوم الإدارية، المجلد 24، العدد 1، ص 217.

11. الزعبي، بشير،1999، "تأثير العوامل الاقتصادية الكلية على المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي خلال الفترة ( 1978-1998)"،دراسات العلوم الإدارية، المجلد 27،العدد2،ص ص 321-329.

12. الفيومي، نضال، 2003، "أثر خصائص الأسواق الناشئة على اختبارات الكفاءة (دراسة تطبيقية على بورصة عمان)"، دراسات العلوم الإدارية، المجلد 30، العدد 2، ص 322-334.

13. المنسي، علاء، 2003، "أثر تطور الأسواق المالية والبنوك على النمو الاقتصادي في دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا"، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة اليرموك.

14. مارتو، ميشيل،1998، محاضرة ألقيت بعنوان إعادة هيكلة سوق عمان المالي وانعكاساته على الاقتصاد الأردني، مجلة البنوك في الأردن، العدد 5، المجلد 18، ص ص 17-20.

15. سوق عمان المالي، هيئة الأوراق المالية عملها، أهدافها، تنظيمها، وأهم تشريعاتها،1998، دائرة البحوث السلسلة التثقيفية(1)، ص 7-8.

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

16. البنك المركزي الأردني، 2004، عدد خاص بعنوان الجهاز المالي والمصرفي في الأردن1964- 2004، دائرة الأبحاث، ص 27.

17. مركز إيداع الأوراق المالية, بيانات إحصائية, عمان- الأردن, 2006.

18. البنك المركزي الأردني / النشرة الإحصائية الشهرية، أعداد متفرقة.

19. قانون الأوراق المالية المؤقت رقم (23) لسنة 1997.

20. بورصة عمان للأوراق المالية، عمان، الأردن، 2007.

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

## المرجع الأجنبية


1. Haugen, Robert. Modern Investment Theory, Prentice Hall International, California ,Fifth Edition, 1999, Page 135-165.
2. Antoniou, Antonios, and Nuray Ergul, 1997, "Market Efficiency, Thin Trading and Non-Linear Behavior: Evidence From An Emerging Market, European Financial Management, Vol 3, No 4, Page 175-190.
3. Biscarri Javier, and de Garcia, Fernando, 2004, "Stock Market Cycles and Stock Market Development in Spain". Spanish Economic Reviw, Vol 6, No 2, Page 127-151.
4. Gentzoglanis, Anastassios, 2007, "Financial Integration, Regulation and Competitiveness in MENA Countries", Economic Research Forum, vol 33, No 7, page 461-476.
5. Joun Y.Campbell, Mankiw, and N Geofarry, 1988, "Security Markets and Business Cycles", American Economic association, Vol 77, No 2, pages 111-117.
6. Kein, Alar, 2007, Development of Capital Market and its Institutions in Estonia, Journal of Banking and Finance, Vol 4, No 7, Page 112- 140.
7. Kibuthu, Wambui, 2005, "Capital Market in Emerging Economies: A Case Study of the Nairobi Stock Exchange (NSE)", WWW.FLETCHER.TUFTS.EDU
8. Liu, Tung., Santoni, Gary., and Stone, Courtenay., 2005 "Federal Securities Regulations and Stock Market Returns", Journal of law and economic, vol 24, No 3, page 613- 675.


© Arabic Digital Library-Yarmouk University

9. Nakagawa, Rika, "Institutional Development of Capital Market in Asian Economies", July 2007, Institute of Developing Economies (IDE), Japan.

10. Saiyid S Islam, and Abon Mozumdar, 2002, "Financial Market Development and the Importance of Internal Capital Market: Evidence from International Data", Journal of Banking and Finance, Vol 31, No 3, Page 641-658.

11. Siriopulos, Costas, R. Tsotsos, and S.Karagianni, 2001, The Impact Of Non Linearity, Thin Trading and Regulatory Changes in The Efficiency of An Emerging Market, The Journal of Applied Business Research, Vol 17, No 6, Page 81-92.

12. Torre, Agusto., Valdez, Juan., and Schmukler, Sergio., 2005, "Stock Market Development Under Globalization: Whither The Gain From Reforms?", Journal of Banking and Finance, Vol 3, No 6, Page 1731- 1745.

13. Torre, Agusto., Valdez, Juan., and Schmukler, Sergio., 2007, "Capital Market Development: Whither Latin America", World Bank Policy Research Working Paper (4156)

14. Stigler, George, 1964, "Public Regulation of Securities Markets", Journal of Business, Vol 37, No 4, Page 117-142

15. Yusof, Ranjit, 2001, "Development of the Capital Market in Malaysia", Securities Commission and Institute of Strategic and Internatinal Studies Malaysia.

© Arabic Digital Library Yarmouk University

# الملاحق

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

الملحق رقم 1

التطور التاريخي للمؤشرات الإقتصادية الكلية المستخدمة في الدراسة

| Years | Months | Inflation Rate | Industrial Production Index | Money Supply (MS2) | T.Bills(%) |
|---|---|---|---|---|---|
| 1990 | 1 | 66.3 | 203.5 | 2999.4 | 6.08 |
| | 2 | 66.6 | 174.0 | 3025.8 | 6.08 |
| | 3 | 67.6 | 182.2 | 3043.5 | 6.12 |
| | 4 | 68.0 | 182.5 | 3102.4 | 6.02 |
| | 5 | 67.7 | 201.3 | 3131.2 | 6.02 |
| | 6 | 67.8 | 213.8 | 3208.5 | 5.89 |
| | 7 | 67.3 | 204.3 | 3240.7 | 5.95 |
| | 8 | 67.8 | 215.9 | 3195.8 | 5.95 |
| | 9 | 69.2 | 212.0 | 3149.2 | 6.02 |
| | 10 | 70.4 | 203.0 | 3119.0 | 5.95 |
| | 11 | 70.8 | 194.8 | 3139.6 | 6.02 |
| | 12 | 71.3 | 199.1 | 3122.6 | 6.02 |
| 1991 | 1 | 72.1 | 164.8 | 3125.0 | 6.08 |
| | 2 | 72.8 | 130.9 | 3163.0 | 6.08 |
| | 3 | 74.9 | 152.1 | 3157.1 | 6.02 |
| | 4 | 74.8 | 158.6 | 3204.9 | 6.02 |
| | 5 | 73.4 | 202.0 | 3260.1 | 6.02 |
| | 6 | 73.2 | 192.8 | 3304.5 | 5.82 |
| | 7 | 72.8 | 204.0 | 3365.9 | 5.82 |
| | 8 | 73.6 | 218.1 | 3481.9 | 5.75 |
| | 9 | 74.2 | 222.6 | 3565.7 | 5.82 |
| | 10 | 74.3 | 243.9 | 3648.3 | 5.38 |
| | 11 | 75.5 | 220.9 | 3650.3 | 4.90 |
| | 12 | 76.2 | 203.5 | 3717.5 | 4.95 |
| 1992 | 1 | 76.5 | 199.9 | 3746.2 | 4.95 |
| | 2 | 77.2 | 171.1 | 3817.0 | 2.89 |
| | 3 | 77.9 | 215.8 | 3883.5 | 2.44 |
| | 4 | 78.8 | 214.3 | 3873.4 | 2.24 |
| | 5 | 77.9 | 215.9 | 3851.1 | 2.99 |
| | 6 | 76.1 | 201.9 | 3961.8 | 3.53 |
| | 7 | 75.1 | 209.8 | 3982.4 | 3.77 |
| | 8 | 75.6 | 226.1 | 4059.6 | 3.59 |
| | 9 | 76.2 | 228.0 | 4108.3 | 3.00 |
| | 10 | 76.5 | 225.9 | 4120.1 | 3.00 |
| | 11 | 76.6 | 225.1 | 4136.3 | 3.27 |
| | 12 | 79.0 | 211.1 | 4193.0 | 3.00 |
| 1993 | 1 | 78.3 | 210.7 | 4225.5 | 3.29 |
| | 2 | 79.1 | 177.6 | 4221.3 | 4.11 |
| | 3 | 79.3 | 196.7 | 4297.1 | 3.61 |
| | 4 | 80.6 | 216.5 | 4344.4 | 3.55 |
| | 5 | 78.7 | 214.5 | 4403.8 | 3.06 |
| | 6 | 78.6 | 225.2 | 4473.1 | 3.13 |
| | 7 | 78.6 | 235.5 | 4555.3 | 2.92 |
| | 8 | 78.9 | 237.2 | 4556.6 | 2.98 |
| | 9 | 79.9 | 231.7 | 4541.1 | 2.88 |
| | 10 | 80.4 | 221.1 | 4534.1 | 2.86 |
| | 11 | 80.9 | 204.4 | 4559.7 | 3.18 |
| | 12 | 80.6 | 216.3 | 4481.8 | 3.23 |
| 1994 | 1 | 80.1 | 102.1 | 4484.7 | 3.30 |
| | 2 | 81.0 | 100.0 | 4545.4 | 3.50 |
| | 3 | 82.1 | 87.7 | 4562.2 | 3.53 |

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

| Years | Months | Inflation Rate | Industrial Production Index | Money Supply (MS2) | T.Bills(%) |
|---|---|---|---|---|---|
| | 4 | 82.7 | 85.9 | 4600.3 | 4.86 |
| | 5 | 82.3 | 83.2 | 4585.1 | 4.49 |
| | 6 | 81.3 | 88.4 | 4596.6 | 4.81 |
| | 7 | 81.1 | 85.4 | 4675.5 | 5.55 |
| | 8 | 81.6 | 80.6 | 4700.5 | 5.98 |
| | 9 | 82.4 | 87.0 | 4762.4 | 6.80 |
| | 10 | 83.7 | 79.7 | 4758.7 | 7.12 |
| | 11 | 84.9 | 81.1 | 4801.1 | 7.92 |
| | 12 | 84.4 | 85.3 | 4841.5 | 7.85 |
| 1995 | 1 | 83.6 | 110.1 | 4822.5 | 7.90 |
| | 2 | 82.6 | 92.6 | 4900.9 | 8.09 |
| | 3 | 83.0 | 89.2 | 4871.7 | (M)8.13 |
| | 4 | 83.6 | 93.2 | 4936.3 | 8.17 |
| | 5 | 83.1 | 91.5 | 4974.6 | (M)8.135 |
| | 6 | 83.0 | 101.8 | 5008.5 | 8.10 |
| | 7 | 82.8 | 104.0 | 5074.9 | 8.01 |
| | 8 | 83.8 | 99.4 | 5160.0 | 8.00 |
| | 9 | 84.2 | 101.6 | 5141.7 | 7.87 |
| | 10 | 86.0 | 98.0 | 5105.7 | 7.79 |
| | 11 | 87.2 | 94.2 | 5114.3 | 6.89 |
| | 12 | 88.0 | 96.6 | 5159.8 | 6.98 |
| 1996 | 1 | 89.4 | 98.6 | 5131.0 | (M)7.8175 |
| | 2 | 90.8 | 95.3 | 5163.2 | 8.66 |
| | 3 | 90.9 | 90.7 | 5165.0 | 8.44 |
| | 4 | 90.2 | 89.9 | 5170.6 | 8.73 |
| | 5 | 88.7 | 88.6 | 5138.5 | 8.86 |
| | 6 | 87.2 | 95.8 | 5197.8 | 8.70 |
| | 7 | 86.9 | 98.0 | 5231.7 | (CD)9.25 |
| | 8 | 90.6 | 92.7 | 5253.2 | (CD)9.25 |
| | 9 | 90.6 | 94.7 | 5168.2 | (CD)9.25 |
| | 10 | 90.6 | 91.9 | 5169.0 | (CD)9.25 |
| | 11 | 90.5 | 85.4 | 5193.1 | (CD)9.25 |
| | 12 | 90.2 | 89.9 | 5175.3 | (CD)9.25 |
| 1997 | 1 | 90.0 | 98.5 | 5245.0 | 9.25 |
| | 2 | 90.5 | 81.8 | 5299.9 | 9.25 |
| | 3 | 90.9 | 88.6 | 5241.3 | 9.25 |
| | 4 | 92.3 | 91.3 | 5353.3 | 9.25 |
| | 5 | 92.9 | 98.1 | 5368.9 | 9.25 |
| | 6 | 91.9 | 111.5 | 5391.1 | 8.85 |
| | 7 | 91.2 | 103.2 | 5434.9 | 8.40 |
| | 8 | 91.4 | 103.6 | 5545.8 | 8.00 |
| | 9 | 93.0 | 99.6 | 5531.5 | 7.55 |
| | 10 | 94.6 | 96.7 | 5545.8 | 7.50 |
| | 11 | 94.7 | 86.1 | 5585.6 | 6.75 |
| | 12 | 95.9 | 105.5 | 5576.6 | 6.25 |
| 1998 | 1 | 95.4 | 95.7 | 5631.1 | 5.65 |
| | 2 | 95.2 | 100.9 | 5648.3 | 7.20 |
| | 3 | 95.5 | 96.5 | 5634.3 | 6.25 |
| | 4 | 96.0 | 87.3 | 5737.7 | 6.00 |
| | 5 | 95.3 | 102.6 | 5765.9 | 6.45 |
| | 6 | 94.1 | 104.8 | 5846.8 | 6.65 |
| | 7 | 94.1 | 100.9 | 5836.7 | 6.78 |
| | 8 | 94.9 | 100.7 | 5825.9 | 10.45 |

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

| Years | Months | Inflation Rate | Industrial Production Index | Money Supply (MS2) | T.Bills(%) |
|---|---|---|---|---|---|
| | 9 | 95.9 | 107.7 | 5755.2 | 10.05 |
| | 10 | 96.4 | 100.5 | 5856.1 | 10.20 |
| | 11 | 95.5 | 96.3 | 5857.4 | 9.14 |
| | 12 | 95.1 | 101.4 | 6026.3 | 9.22 |
| 1999 | 1 | 95.3 | 100.0 | 6013.4 | 9.29 |
| | 2 | 94.7 | 100.0 | 5999.0 | 9.27 |
| | 3 | 95.3 | 100.0 | 6062.6 | 9.07 |
| | 4 | 96.4 | 100.0 | 6110.1 | 9.07 |
| | 5 | 95.5 | 100.0 | 6174.8 | 8.87 |
| | 6 | 95.7 | 100.0 | 6288.7 | 8.42 |
| | 7 | 94.7 | 100.0 | 6432.9 | 7.90 |
| | 8 | 95.9 | 100.0 | 6484.1 | 7.37 |
| | 9 | 96.2 | 100.0 | 6518.7 | 6.83 |
| | 10 | 96.3 | 100.0 | 6536.4 | 6.54 |
| | 11 | 96.5 | 100.0 | 6559.1 | 6.25 |
| | 12 | 97.8 | 100.0 | 6747.6 | 6.00 |
| 2000 | 1 | 96.4 | 104.2 | 6784.5 | 5.14 |
| | 2 | 96.6 | 114.6 | 6757.4 | (M)5.53 |
| | 3 | 97.4 | 94.4 | 6833.0 | 5.92 |
| | 4 | 97.6 | 99.5 | 6932.6 | (M)6.025 |
| | 5 | 97.0 | 106.3 | 6972.8 | 6.13 |
| | 6 | 96.0 | 106.7 | 7110.6 | 6.18 |
| | 7 | 95.8 | 112.1 | 7152.2 | 5.99 |
| | 8 | 96.7 | 110.6 | 7283.4 | (M)5.975 |
| | 9 | 97.0 | 113.4 | 7269.7 | 5.96 |
| | 10 | 96.0 | 104.1 | 7296.7 | (M)5.955 |
| | 11 | 95.4 | 98.8 | 7333.4 | 5.95 |
| | 12 | 96.0 | 84.0 | 7434.7 | 5.88 |
| 2001 | 1 | 96.0 | 119.7 | 7398.7 | 5.84 |
| | 2 | 96.8 | 116.4 | 7489.2 | (M)5.41 |
| | 3 | 98.0 | 103.8 | 7538.0 | 4.98 |
| | 4 | 98.9 | 113.4 | 7591.3 | (M)4.83 |
| | 5 | 96.9 | 113.4 | 7653.6 | 4.68 |
| | 6 | 97.4 | 107.8 | 7711.7 | (M)4.615 |
| | 7 | 98.5 | 117.8 | 7746.4 | 4.55 |
| | 8 | 99.2 | 112.6 | 7771.5 | 4.40 |
| | 9 | 99.2 | 128.1 | 7739.0 | (M)4.162 |
| | 10 | 99.0 | 118.9 | 7740.1 | 3.92 |
| | 11 | 98.9 | 107.9 | 7765.1 | (CD)3.9 |
| | 12 | 99.6 | 113.0 | 7866.1 | (CD)3.9 |
| 2002 | 1 | 99.6 | 141.4 | 7904.7 | (CD)3.9 |
| | 2 | 99.9 | 119.9 | 7990.0 | 3.91 |
| | 3 | 100.2 | 127.5 | 7996.9 | (M)3.911 |
| | 4 | 101.0 | 126.4 | 8044.5 | (M)3.911 |
| | 5 | 100.0 | 119.8 | 8133.4 | 3.91 |
| | 6 | 99.7 | 127.3 | 8302.5 | (M)3.58 |
| | 7 | 99.5 | 138.1 | 8445.5 | (M)3.58 |
| | 8 | 99.9 | 133.2 | 8479.4 | 3.25 |
| | 9 | 100.5 | 138.4 | 8466.8 | 3.31 |
| | 10 | 99.9 | 124.2 | 8380.6 | (M)3.31 |
| | 11 | 99.6 | 112.9 | 8460.7 | 3.31 |
| | 12 | 100.1 | 111.5 | 8419.1 | 3.03 |
| 2003 | 1 | 99.9 | 108.7 | 8460.0 | (M)2.94 |
| | 2 | 100.7 | 93.5 | 8611.9 | 2.86 |
| | 3 | 101.3 | 108.8 | 8628.3 | 2.79 |

© Arabic Digital Library Yarmouk University

| Years | Months | Inflation Rate | Industrial Production Index | Money Supply (MS2) | T.Bills(%) |
|---|---|---|---|---|---|
| | 4 | 100.9 | 102.1 | 8741.5 | (CD)2.8 |
| | 5 | 102.0 | 120.9 | 8850.5 | (CD)2.8 |
| | 6 | 101.4 | 119.6 | 8913.7 | (CD)2.3 |
| | 7 | 101.3 | 126.6 | 9108.7 | (CD)2.3 |
| | 8 | 102.0 | 129.4 | 9262.6 | 2.23 |
| | 9 | 102.3 | 120.7 | 9287.0 | 2.18 |
| | 10 | 102.4 | 123.1 | 9309.3 | (M)2.115 |
| | 11 | 102.6 | 110.3 | 9386.2 | (M)2.115 |
| | 12 | 102.9 | 127.8 | 9465.7 | 2.05 |
| 2004 | 1 | 103.5 | 114.8 | 9606.4 | (M)2.07 |
| | 2 | 103.6 | 106.8 | 9457.6 | 2.08 |
| | 3 | 104.1 | 136.5 | 9367.4 | 2.13 |
| | 4 | 106.3 | 124.9 | 9461.6 | (CD)2.25 |
| | 5 | 105.4 | 125.4 | 9535.7 | (CD)2.3 |
| | 6 | 105.2 | 136.4 | 9730.4 | (CD)2.45 |
| | 7 | 104.9 | 136.9 | 9925.7 | (CD)2.55 |
| | 8 | 105.3 | 144.3 | 10151.1 | (CD)2.6 |
| | 9 | 104.9 | 141.3 | 10256.7 | 2.64 |
| | 10 | 104.9 | 132.2 | 10311.0 | (M)2.61 |
| | 11 | 105.6 | 123.3 | 10464.1 | 2.58 |
| | 12 | 107.0 | 135.8 | 10571.4 | 3.24 |
| 2005 | 1 | 106.7 | 126.5 | 10603.4 | (M)3.39 |
| | 2 | 106.8 | 118.2 | 10649.9 | 3.54 |
| | 3 | 107.2 | 141.0 | 10827.0 | (M)3.85 |
| | 4 | 108.1 | 136.6 | 11041.6 | (M)3.85 |
| | 5 | 106.7 | 151.1 | 11134.5 | 4.16 |
| | 6 | 105.9 | 147.3 | 11517.4 | 4.57 |
| | 7 | 108.0 | 149.2 | 11783.5 | (M)4.86 |
| | 8 | 109.4 | 160.0 | 11966.3 | 5.14 |
| | 9 | 110.9 | 156.9 | 12032.7 | 5.48 |
| | 10 | 111.7 | 150.2 | 12213.4 | (M)6.02 |
| | 11 | 111.9 | 131.4 | 12322.6 | 6.55 |
| | 12 | 111.4 | 148.7 | 12364.0 | (CD)6.2 |

© Arabic Digital Library - Yarmouk University

الملحق رقم 2

عوائد الأسهم التي تم إحتسابها خلال فترات الدراسة

الفترة الأولى

| Year | Month | JONB | BOJX | CABK | JIFB | ABCO | UBSI | AJIB | THBK | JOKB | ARBK |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1991 | 2 | -0.005 | -0.030 | 0.003 | 0.036 | -0.039 | -0.043 | 0.028 | -0.051 | 0.082 | -0.024 |
| | 3 | -0.050 | 0.212 | -0.079 | 0.067 | 0.069 | 0.052 | -0.021 | 0.056 | 0.107 | -0.056 |
| | 4 | 0.022 | 0.004 | 0.022 | 0.023 | 0.060 | 0.021 | 0.004 | 0.020 | 0.048 | -0.054 |
| | 5 | 0.058 | -0.006 | 0.072 | -0.005 | 0.165 | 0.081 | -0.021 | 0.084 | 0.008 | -0.088 |
| | 6 | 0.021 | -0.033 | 0.035 | 0.020 | 0.030 | 0.001 | 0.013 | -0.003 | 0.052 | -0.041 |
| | 7 | 0.038 | -0.020 | 0.036 | 0.018 | 0.070 | 0.026 | 0.006 | 0.027 | 0.032 | -0.051 |
| | 8 | 0.037 | 0.065 | -0.056 | 0.067 | 0.041 | 0.024 | 0.021 | 0.038 | 0.027 | -0.031 |
| | 9 | 0.023 | 0.040 | -0.027 | 0.051 | 0.033 | 0.014 | 0.016 | 0.020 | 0.044 | -0.035 |
| | 10 | 0.040 | 0.025 | 0.002 | 0.040 | 0.069 | 0.039 | 0.011 | 0.046 | 0.027 | -0.037 |
| | 11 | -0.017 | 0.039 | -0.004 | 0.047 | -0.009 | -0.001 | 0.017 | -0.005 | 0.089 | -0.009 |
| | 12 | 0.021 | 0.005 | -0.009 | 0.051 | -0.004 | -0.001 | 0.030 | 0.002 | 0.051 | -0.005 |
| 1992 | 1 | 0.015 | -0.002 | 0.028 | 0.030 | 0.032 | 0.018 | 0.014 | 0.016 | 0.057 | -0.022 |
| | 2 | 0.048 | -0.047 | 0.016 | 0.060 | -0.034 | 0.003 | 0.056 | 0.010 | 0.029 | 0.052 |
| | 3 | 0.061 | 0.096 | -0.008 | 0.067 | 0.107 | 0.111 | 0.016 | 0.132 | 0.002 | 0.020 |
| | 4 | 0.022 | 0.019 | 0.035 | 0.050 | 0.019 | 0.049 | 0.029 | 0.053 | 0.051 | 0.044 |
| | 5 | 0.044 | -0.088 | 0.124 | -0.002 | 0.062 | 0.048 | 0.016 | 0.042 | 0.034 | 0.007 |
| | 6 | 0.109 | -0.187 | 0.118 | 0.004 | 0.037 | 0.018 | 0.047 | 0.021 | -0.026 | 0.013 |
| | 7 | 0.055 | -0.082 | 0.105 | 0.002 | 0.072 | 0.046 | 0.015 | 0.044 | 0.022 | -0.011 |
| | 8 | 0.049 | 0.029 | 0.002 | 0.056 | 0.049 | 0.052 | 0.026 | 0.064 | 0.020 | 0.010 |
| | 9 | 0.041 | 0.007 | 0.019 | 0.053 | 0.025 | 0.042 | 0.033 | 0.050 | 0.030 | 0.029 |
| | 10 | 0.033 | -0.017 | 0.051 | 0.036 | 0.030 | 0.040 | 0.027 | 0.042 | 0.041 | 0.023 |
| | 11 | 0.035 | -0.026 | 0.057 | 0.031 | 0.036 | 0.039 | 0.024 | 0.040 | 0.039 | 0.015 |
| | 12 | 0.005 | 0.104 | -0.071 | 0.099 | -0.034 | 0.021 | 0.044 | 0.035 | 0.062 | 0.052 |
| 1993 | 1 | 0.057 | -0.081 | 0.091 | 0.014 | 0.049 | 0.039 | 0.026 | 0.039 | 0.020 | 0.010 |
| | 2 | -0.001 | -0.023 | 0.033 | 0.037 | -0.025 | -0.008 | 0.030 | -0.015 | 0.078 | 0.013 |
| | 3 | 0.053 | 0.018 | 0.019 | 0.046 | 0.067 | 0.060 | 0.021 | 0.072 | 0.015 | 0.003 |
| | 4 | 0.021 | 0.092 | -0.025 | 0.067 | 0.048 | 0.060 | 0.018 | 0.071 | 0.044 | 0.011 |
| | 5 | 0.093 | -0.167 | 0.143 | -0.008 | 0.063 | 0.040 | 0.033 | 0.039 | -0.012 | 0.010 |
| | 6 | 0.061 | -0.027 | 0.046 | 0.038 | 0.051 | 0.051 | 0.030 | 0.060 | 0.012 | 0.017 |
| | 7 | 0.066 | -0.026 | 0.039 | 0.044 | 0.046 | 0.052 | 0.034 | 0.062 | 0.007 | 0.025 |
| | 8 | 0.029 | -0.010 | 0.054 | 0.034 | 0.037 | 0.045 | 0.023 | 0.047 | 0.044 | 0.020 |
| | 9 | 0.010 | 0.027 | 0.027 | 0.048 | 0.015 | 0.039 | 0.025 | 0.040 | 0.062 | 0.030 |
| | 10 | 0.023 | -0.017 | 0.052 | 0.037 | 0.015 | 0.033 | 0.028 | 0.033 | 0.052 | 0.030 |
| | 11 | 0.030 | -0.028 | 0.041 | 0.041 | 0.002 | 0.021 | 0.035 | 0.022 | 0.046 | 0.029 |
| | 12 | 0.012 | -0.020 | 0.105 | 0.002 | 0.076 | 0.061 | -0.001 | 0.052 | 0.063 | -0.006 |
| 1994 | 1 | 0.030 | -0.005 | 0.049 | 0.036 | 0.009 | -0.004 | 0.007 | 0.004 | 0.003 | -0.010 |
| | 2 | -0.005 | 0.012 | 0.010 | 0.031 | -0.009 | 0.021 | 0.010 | 0.005 | -0.008 | -0.003 |
| | 3 | -0.011 | 0.006 | 0.042 | 0.031 | -0.016 | 0.011 | 0.004 | -0.023 | -0.032 | 0.004 |
| | 4 | -0.006 | 0.004 | 0.007 | 0.018 | -0.004 | 0.002 | 0.005 | 0.000 | -0.007 | 0.002 |
| | 5 | 0.014 | -0.010 | 0.046 | 0.025 | 0.007 | -0.017 | 0.001 | -0.011 | -0.008 | 0.000 |
| | 6 | 0.020 | -0.010 | 0.021 | 0.024 | 0.018 | -0.018 | 0.005 | 0.011 | 0.015 | -0.006 |
| | 7 | -0.052 | -0.001 | -0.032 | 0.026 | 0.009 | 0.000 | 0.001 | -0.007 | -0.007 | 0.013 |
| | 8 | -0.021 | -0.001 | 0.002 | 0.008 | -0.003 | -0.012 | 0.000 | -0.012 | -0.013 | 0.010 |
| | 9 | 0.000 | 0.008 | -0.033 | -0.009 | -0.003 | -0.006 | 0.008 | 0.026 | 0.017 | 0.000 |
| | 10 | -0.014 | 0.000 | 0.009 | -0.013 | -0.015 | -0.022 | -0.003 | -0.017 | -0.020 | 0.014 |
| | 11 | -0.015 | 0.006 | -0.033 | -0.022 | -0.009 | -0.018 | 0.002 | 0.010 | 0.004 | 0.010 |
| | 12 | -0.021 | -0.009 | -0.036 | -0.007 | 0.015 | -0.031 | -0.001 | 0.009 | 0.015 | 0.011 |
| 1995 | 1 | 0.093 | -0.009 | 0.002 | -0.033 | 0.021 | -0.048 | 0.011 | 0.067 | 0.068 | -0.023 |
| | 2 | -0.126 | -0.017 | -0.066 | 0.018 | 0.021 | -0.029 | -0.015 | -0.048 | -0.030 | 0.043 |
| | 3 | -0.003 | -0.011 | 0.009 | -0.021 | -0.001 | -0.044 | -0.006 | -0.013 | -0.007 | 0.014 |
| | 4 | -0.027 | 0.003 | -0.052 | -0.018 | 0.001 | -0.019 | 0.002 | 0.014 | 0.012 | 0.011 |
| | 5 | -0.047 | -0.012 | -0.038 | -0.004 | 0.014 | -0.035 | -0.006 | -0.010 | 0.000 | 0.021 |
| | 6 | 0.007 | -0.004 | -0.033 | -0.020 | 0.011 | -0.032 | 0.003 | 0.026 | 0.028 | 0.002 |
| | 7 | -0.043 | -0.005 | -0.053 | -0.006 | 0.012 | -0.025 | -0.002 | 0.004 | 0.008 | 0.016 |

© Arabic Digital Library - Yarmouk University

| Year | Month | JONB | BOJX | CABK | JIFB | ABCO | UBSI | AJIB | THBK | JOKB | ARBK |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 8 | -0.062 | 0.005 | -0.060 | -0.010 | -0.005 | -0.011 | -0.001 | -0.006 | -0.009 | 0.022 |
| | 9 | 0.013 | -0.007 | 0.004 | -0.022 | 0.000 | -0.039 | -0.001 | 0.003 | 0.006 | 0.006 |
| | 10 | 0.020 | 0.002 | 0.021 | -0.032 | -0.021 | -0.031 | 0.000 | -0.004 | -0.010 | 0.007 |
| | 11 | -0.005 | 0.002 | 0.003 | -0.011 | -0.012 | -0.018 | 0.000 | -0.005 | -0.010 | 0.009 |
| | 12 | -0.009 | 0.004 | -0.022 | -0.009 | -0.004 | -0.013 | 0.004 | 0.010 | 0.005 | 0.006 |
| 1996 | 1 | 0.030 | 0.001 | 0.015 | -0.032 | -0.014 | -0.033 | 0.002 | 0.008 | 0.004 | 0.002 |
| | 2 | -0.030 | 0.002 | -0.034 | -0.028 | -0.011 | -0.026 | -0.003 | -0.004 | -0.007 | 0.018 |
| | 3 | -0.031 | -0.012 | -0.016 | -0.016 | 0.004 | -0.041 | -0.007 | -0.017 | -0.008 | 0.020 |
| | 4 | -0.032 | -0.017 | -0.025 | -0.014 | 0.016 | -0.049 | -0.008 | -0.011 | 0.002 | 0.020 |
| | 5 | -0.023 | -0.027 | -0.006 | -0.012 | 0.025 | -0.064 | -0.012 | -0.018 | 0.002 | 0.020 |
| | 6 | -0.038 | -0.016 | -0.060 | -0.007 | 0.030 | -0.042 | -0.004 | 0.011 | 0.024 | 0.016 |
| | 7 | -0.036 | -0.011 | -0.048 | -0.022 | 0.013 | -0.044 | -0.006 | 0.000 | 0.009 | 0.019 |
| | 8 | -0.009 | 0.020 | -0.028 | -0.056 | -0.043 | -0.015 | 0.002 | 0.002 | -0.015 | 0.014 |
| | 9 | 0.031 | -0.019 | 0.025 | -0.039 | 0.004 | -0.068 | -0.007 | -0.004 | 0.007 | 0.009 |
| | 10 | -0.033 | -0.013 | -0.027 | -0.025 | 0.007 | -0.049 | -0.008 | -0.013 | -0.003 | 0.022 |
| | 11 | -0.061 | -0.013 | -0.042 | -0.017 | 0.008 | -0.044 | -0.011 | -0.023 | -0.012 | 0.029 |
| | 12 | 0.003 | -0.014 | -0.016 | -0.031 | 0.011 | -0.055 | -0.005 | 0.006 | 0.015 | 0.011 |
| 1997 | 1 | -0.029 | -0.004 | -0.070 | -0.025 | 0.014 | -0.034 | 0.000 | 0.022 | 0.026 | 0.013 |
| | 2 | -0.105 | -0.009 | -0.058 | -0.011 | 0.000 | -0.033 | -0.014 | -0.045 | -0.034 | 0.042 |
| | 3 | 0.043 | -0.011 | 0.010 | -0.045 | 0.001 | -0.059 | -0.002 | 0.016 | 0.021 | 0.002 |
| | 4 | -0.056 | 0.010 | -0.090 | -0.029 | -0.006 | -0.013 | 0.001 | 0.015 | 0.009 | 0.019 |
| | 5 | 0.002 | -0.003 | -0.034 | -0.037 | 0.001 | -0.041 | 0.000 | 0.018 | 0.019 | 0.009 |
| | 6 | 0.007 | -0.013 | -0.037 | -0.023 | 0.022 | -0.048 | 0.000 | 0.026 | 0.035 | 0.004 |
| | 7 | -0.071 | -0.015 | -0.043 | -0.001 | 0.016 | -0.038 | -0.010 | -0.026 | -0.012 | 0.029 |
| | 8 | -0.065 | 0.001 | -0.074 | -0.004 | 0.008 | -0.013 | -0.001 | 0.003 | 0.004 | 0.020 |

الفترة الثانية

| Year | Month | JONB | BOJX | CABK | JIFB | ABCO | UBSI | AJIB | THBK | JOKB | ARBK |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1999 | 6 | -0.033 | -0.035 | 0.009 | -0.019 | -0.073 | -0.010 | -0.010 | 0.018 | -0.004 | -0.017 |
| | 7 | -0.041 | -0.044 | 0.019 | 0.002 | -0.068 | 0.036 | -0.005 | 0.059 | 0.031 | -0.019 |
| | 8 | -0.011 | -0.004 | -0.009 | -0.030 | -0.053 | -0.049 | -0.013 | -0.025 | -0.027 | -0.005 |
| | 9 | -0.026 | -0.008 | -0.030 | -0.032 | -0.058 | -0.039 | -0.025 | -0.016 | -0.009 | -0.002 |
| | 10 | -0.029 | -0.006 | -0.042 | -0.036 | -0.058 | -0.042 | -0.031 | -0.020 | -0.006 | 0.001 |
| | 11 | -0.020 | -0.001 | -0.031 | -0.028 | -0.048 | -0.034 | -0.024 | -0.014 | -0.003 | 0.002 |
| | 12 | 0.051 | 0.013 | 0.124 | 0.060 | 0.022 | 0.077 | 0.064 | 0.074 | 0.022 | -0.015 |
| 2000 | 1 | -0.026 | -0.010 | -0.036 | -0.009 | -0.041 | 0.018 | -0.020 | 0.027 | 0.045 | 0.000 |
| | 2 | -0.009 | 0.001 | -0.070 | -0.046 | -0.051 | -0.054 | -0.027 | -0.042 | 0.005 | 0.002 |
| | 3 | -0.010 | 0.028 | 0.047 | 0.018 | -0.005 | 0.003 | -0.006 | 0.023 | -0.019 | 0.012 |
| | 4 | 0.009 | -0.005 | 0.023 | 0.008 | -0.024 | 0.023 | 0.015 | 0.029 | 0.024 | -0.010 |
| | 5 | -0.023 | -0.017 | -0.040 | -0.026 | -0.056 | -0.011 | -0.019 | 0.003 | 0.024 | -0.006 |
| | 6 | -0.016 | -0.018 | 0.032 | 0.022 | -0.031 | 0.059 | 0.009 | 0.068 | 0.046 | -0.011 |
| | 7 | -0.014 | -0.008 | -0.028 | -0.020 | -0.046 | -0.012 | -0.014 | 0.001 | 0.017 | -0.003 |
| | 8 | 0.023 | 0.011 | 0.065 | 0.027 | -0.002 | 0.034 | 0.029 | 0.039 | 0.010 | -0.006 |
| | 9 | -0.020 | 0.003 | -0.056 | -0.041 | -0.051 | -0.054 | -0.032 | -0.035 | -0.008 | 0.005 |
| | 10 | -0.050 | -0.004 | -0.036 | -0.019 | -0.051 | -0.012 | -0.042 | 0.012 | 0.011 | 0.008 |
| | 11 | -0.035 | -0.002 | -0.026 | -0.016 | -0.045 | -0.010 | -0.030 | 0.010 | 0.010 | 0.005 |
| | 12 | -0.005 | 0.023 | 0.055 | 0.025 | -0.003 | 0.018 | 0.002 | 0.035 | -0.008 | 0.008 |
| 2001 | 1 | 0.018 | -0.039 | -0.124 | -0.080 | -0.085 | -0.062 | -0.007 | -0.066 | 0.044 | -0.025 |
| | 2 | 0.019 | 0.021 | 0.043 | 0.019 | 0.000 | 0.019 | 0.016 | 0.024 | 0.007 | 0.001 |
| | 3 | 0.015 | 0.041 | 0.038 | 0.016 | 0.010 | -0.003 | 0.003 | 0.007 | -0.015 | 0.013 |
| | 4 | 0.036 | 0.019 | 0.013 | 0.004 | -0.002 | 0.006 | 0.021 | 0.002 | 0.018 | -0.003 |
| | 5 | -0.030 | -0.007 | -0.019 | 0.009 | -0.029 | 0.048 | -0.017 | 0.054 | 0.060 | 0.002 |
| | 6 | 0.016 | 0.031 | 0.030 | 0.019 | 0.008 | 0.018 | 0.008 | 0.022 | 0.011 | 0.009 |
| | 7 | 0.041 | 0.026 | 0.008 | 0.001 | 0.002 | -0.003 | 0.020 | -0.007 | 0.014 | 0.000 |
| | 8 | 0.016 | 0.037 | 0.013 | 0.009 | 0.007 | 0.000 | 0.001 | 0.004 | 0.003 | 0.013 |
| | 9 | 0.015 | 0.014 | -0.056 | -0.026 | -0.023 | -0.023 | -0.009 | -0.025 | 0.028 | 0.004 |

© Arabic Digital Library - Yarmouk University

| Year | Month | JONB | BOJX | CABK | JIFB | ABCO | UBSI | AJIB | THBK | JOKB | ARBK |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 10 | -0.002 | 0.036 | -0.007 | 0.007 | 0.003 | 0.006 | -0.015 | 0.011 | 0.015 | 0.018 |
| | 11 | 0.003 | 0.039 | 0.014 | 0.019 | 0.012 | 0.020 | -0.007 | 0.024 | 0.017 | 0.018 |
| | 12 | 0.053 | 0.033 | 0.061 | 0.042 | 0.033 | 0.056 | 0.043 | 0.043 | 0.037 | 0.000 |
| 2002 | 1 | 0.049 | 0.005 | -0.019 | -0.002 | -0.006 | 0.026 | 0.030 | 0.008 | 0.060 | -0.011 |
| | 2 | 0.017 | 0.048 | 0.067 | 0.049 | 0.036 | 0.051 | 0.014 | 0.053 | 0.015 | 0.017 |
| | 3 | 0.025 | 0.028 | -0.011 | 0.001 | 0.002 | 0.004 | 0.005 | -0.001 | 0.025 | 0.007 |
| | 4 | 0.036 | 0.041 | 0.033 | 0.024 | 0.024 | 0.022 | 0.019 | 0.018 | 0.016 | 0.010 |
| | 5 | 0.003 | 0.022 | 0.034 | 0.039 | 0.013 | 0.067 | 0.009 | 0.065 | 0.050 | 0.008 |
| | 6 | 0.054 | 0.022 | 0.088 | 0.068 | 0.041 | 0.111 | 0.059 | 0.091 | 0.072 | -0.006 |
| | 7 | 0.052 | 0.022 | 0.068 | 0.056 | 0.034 | 0.093 | 0.052 | 0.074 | 0.067 | -0.005 |
| | 8 | 0.033 | 0.049 | 0.031 | 0.030 | 0.033 | 0.032 | 0.015 | 0.025 | 0.024 | 0.015 |
| | 9 | 0.035 | 0.044 | -0.005 | 0.007 | 0.018 | 0.002 | 0.007 | -0.005 | 0.020 | 0.013 |
| | 10 | -0.021 | 0.044 | -0.053 | -0.013 | -0.005 | -0.025 | -0.044 | -0.015 | 0.008 | 0.030 |
| | 11 | 0.021 | 0.044 | 0.053 | 0.049 | 0.037 | 0.065 | 0.017 | 0.060 | 0.038 | 0.015 |
| | 12 | 0.026 | 0.052 | -0.013 | 0.004 | 0.021 | -0.007 | -0.004 | -0.011 | 0.013 | 0.021 |
| 2003 | 1 | 0.029 | 0.044 | 0.029 | 0.036 | 0.034 | 0.049 | 0.015 | 0.040 | 0.041 | 0.014 |
| | 2 | 0.060 | 0.068 | 0.130 | 0.091 | 0.082 | 0.102 | 0.055 | 0.087 | 0.032 | 0.015 |
| | 3 | 0.065 | 0.038 | 0.006 | 0.017 | 0.030 | 0.029 | 0.035 | 0.007 | 0.047 | 0.003 |
| | 4 | 0.037 | 0.046 | 0.075 | 0.067 | 0.053 | 0.093 | 0.035 | 0.079 | 0.054 | 0.012 |
| | 5 | 0.095 | 0.040 | 0.067 | 0.050 | 0.055 | 0.073 | 0.072 | 0.041 | 0.059 | -0.006 |
| | 6 | 0.038 | 0.047 | 0.043 | 0.052 | 0.048 | 0.078 | 0.027 | 0.061 | 0.060 | 0.014 |
| | 7 | 0.081 | 0.044 | 0.119 | 0.095 | 0.078 | 0.142 | 0.080 | 0.109 | 0.085 | -0.002 |
| | 8 | 0.086 | 0.059 | 0.113 | 0.086 | 0.083 | 0.111 | 0.073 | 0.082 | 0.060 | 0.005 |
| | 9 | 0.043 | 0.066 | 0.044 | 0.047 | 0.057 | 0.049 | 0.021 | 0.036 | 0.032 | 0.023 |
| | 10 | 0.050 | 0.056 | 0.030 | 0.040 | 0.050 | 0.052 | 0.026 | 0.033 | 0.046 | 0.016 |
| | 11 | 0.048 | 0.069 | 0.078 | 0.069 | 0.071 | 0.079 | 0.033 | 0.063 | 0.039 | 0.021 |
| | 12 | 0.082 | 0.044 | 0.049 | 0.051 | 0.057 | 0.079 | 0.059 | 0.047 | 0.071 | 0.001 |
| 2004 | 1 | 0.068 | 0.073 | 0.119 | 0.092 | 0.090 | 0.107 | 0.057 | 0.085 | 0.045 | 0.017 |
| | 2 | 0.009 | 0.068 | -0.051 | -0.009 | 0.022 | -0.031 | -0.032 | -0.032 | 0.006 | 0.036 |
| | 3 | 0.068 | 0.036 | -0.058 | -0.017 | 0.015 | -0.009 | 0.020 | -0.036 | 0.052 | 0.004 |
| | 4 | 0.089 | 0.089 | 0.115 | 0.076 | 0.095 | 0.063 | 0.061 | 0.042 | 0.011 | 0.020 |
| | 5 | 0.035 | 0.042 | 0.040 | 0.053 | 0.045 | 0.084 | 0.027 | 0.066 | 0.067 | 0.012 |
| | 6 | 0.078 | 0.038 | 0.104 | 0.085 | 0.069 | 0.132 | 0.076 | 0.101 | 0.086 | -0.004 |
| | 7 | 0.064 | 0.044 | 0.109 | 0.089 | 0.070 | 0.130 | 0.065 | 0.105 | 0.075 | 0.003 |
| | 8 | 0.087 | 0.046 | 0.127 | 0.094 | 0.079 | 0.134 | 0.084 | 0.102 | 0.074 | -0.003 |
| | 9 | 0.040 | 0.045 | 0.059 | 0.058 | 0.049 | 0.084 | 0.033 | 0.068 | 0.057 | 0.011 |
| | 10 | 0.035 | 0.056 | 0.045 | 0.047 | 0.048 | 0.056 | 0.020 | 0.045 | 0.037 | 0.019 |
| | 11 | 0.065 | 0.063 | 0.107 | 0.080 | 0.076 | 0.094 | 0.055 | 0.075 | 0.041 | 0.013 |
| | 12 | 0.079 | 0.046 | 0.063 | 0.043 | 0.048 | 0.051 | 0.056 | 0.029 | 0.036 | 0.001 |
| 2005 | 1 | 0.011 | 0.041 | 0.015 | 0.025 | 0.021 | 0.032 | -0.001 | 0.031 | 0.028 | 0.017 |
| | 2 | 0.018 | 0.043 | 0.026 | 0.028 | 0.024 | 0.031 | 0.006 | 0.029 | 0.023 | 0.016 |
| | 3 | 0.070 | 0.015 | 0.057 | 0.042 | 0.027 | 0.078 | 0.063 | 0.054 | 0.067 | -0.014 |
| | 4 | 0.059 | 0.043 | 0.109 | 0.071 | 0.054 | 0.088 | 0.058 | 0.074 | 0.037 | 0.002 |
| | 5 | 0.007 | -0.001 | -0.009 | 0.013 | -0.013 | 0.052 | 0.008 | 0.045 | 0.067 | -0.004 |
| | 6 | 0.040 | 0.009 | 0.144 | 0.100 | 0.043 | 0.159 | 0.072 | 0.145 | 0.080 | -0.013 |
| | 7 | 0.075 | 0.037 | 0.124 | 0.063 | 0.047 | 0.069 | 0.071 | 0.057 | 0.017 | -0.007 |
| | 8 | 0.050 | 0.020 | 0.060 | 0.028 | 0.013 | 0.034 | 0.044 | 0.028 | 0.020 | -0.008 |
| | 9 | 0.018 | 0.027 | 0.015 | -0.003 | -0.008 | -0.021 | 0.003 | -0.011 | -0.013 | 0.005 |
| | 10 | 0.009 | 0.011 | 0.047 | 0.018 | -0.010 | 0.020 | 0.014 | 0.030 | 0.004 | -0.002 |
| | 11 | -0.032 | 0.006 | 0.007 | -0.006 | -0.037 | -0.014 | -0.024 | 0.012 | -0.013 | 0.007 |
| | 12 | -0.017 | -0.022 | -0.059 | -0.039 | -0.064 | -0.026 | -0.020 | -0.013 | 0.024 | -0.009 |

© Arabic Digital Library - Yarmouk University

عوائد الأسهم المحتسبة لغاية معرفة أثر إنشاء هيئة الأوراق المالية

| Date | ABCO | BOJX | UBSI | AJIB | JOKB | THBK | JIFB | CABK | JONB | ARBK |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 20-7-97 | 0.000 | 0.002 | 0.001 | 0.001 | 0.003 | -0.001 | 0.000 | -0.005 | -0.004 | -0.003 |
| 21-7-97 | 0.000 | 0.002 | 0.001 | 0.001 | 0.003 | -0.001 | 0.000 | -0.005 | -0.004 | -0.004 |
| 22-7-97 | 0.000 | 0.002 | 0.003 | 0.001 | 0.000 | -0.001 | 0.001 | -0.005 | -0.006 | -0.011 |
| 23-7-97 | 0.000 | 0.002 | 0.000 | 0.001 | 0.003 | -0.001 | 0.000 | -0.005 | -0.004 | -0.002 |
| 26-7-97 | 0.000 | 0.002 | -0.001 | 0.001 | 0.006 | -0.001 | -0.001 | -0.005 | -0.003 | 0.004 |
| 27-7-97 | 0.000 | 0.002 | 0.002 | 0.001 | 0.002 | -0.001 | 0.000 | -0.005 | -0.005 | -0.006 |
| 28-7-97 | 0.000 | 0.002 | 0.002 | 0.001 | 0.001 | -0.001 | 0.000 | -0.005 | -0.005 | -0.007 |
| 29-7-97 | 0.000 | 0.002 | -0.002 | 0.001 | 0.007 | -0.001 | -0.001 | -0.005 | -0.002 | 0.006 |
| 30-7-97 | -0.001 | 0.002 | -0.008 | 0.000 | 0.015 | 0.000 | -0.003 | -0.005 | 0.002 | 0.026 |
| 2-8-97 | 0.000 | 0.002 | 0.002 | 0.001 | 0.001 | -0.001 | 0.000 | -0.004 | -0.005 | -0.007 |
| 3-8-97 | 0.000 | 0.002 | 0.000 | 0.001 | 0.004 | -0.001 | 0.000 | -0.005 | -0.004 | 0.000 |
| 4-8-97 | 0.000 | 0.002 | 0.001 | 0.001 | 0.003 | -0.001 | 0.000 | -0.005 | -0.004 | -0.003 |
| 5-8-97 | 0.000 | 0.002 | 0.000 | 0.001 | 0.004 | -0.001 | 0.000 | -0.005 | -0.004 | 0.000 |
| 6-8-97 | 0.000 | 0.002 | 0.000 | 0.001 | 0.004 | -0.001 | 0.000 | -0.005 | -0.004 | 0.000 |
| 9-8-97 | 0.000 | 0.002 | 0.000 | 0.001 | 0.004 | -0.001 | -0.001 | -0.005 | -0.003 | 0.000 |
| 10-8-97 | 0.000 | 0.002 | -0.001 | 0.001 | 0.006 | -0.001 | -0.001 | -0.005 | -0.003 | 0.004 |
| 12-8-97 | 0.000 | 0.002 | 0.001 | 0.001 | 0.002 | -0.001 | 0.000 | -0.005 | -0.005 | -0.005 |
| 13-8-97 | 0.000 | 0.002 | 0.002 | 0.001 | 0.001 | -0.001 | 0.000 | -0.005 | -0.005 | -0.008 |
| 16-8-97 | 0.000 | 0.002 | 0.000 | 0.001 | 0.004 | -0.001 | 0.000 | -0.005 | -0.004 | -0.001 |
| 17-8-97 | 0.000 | 0.002 | 0.002 | 0.001 | 0.002 | -0.001 | 0.000 | -0.005 | -0.005 | -0.006 |
| 18-8-97 | 0.000 | 0.002 | 0.000 | 0.001 | 0.004 | -0.001 | -0.001 | -0.005 | -0.003 | 0.000 |
| 19-8-97 | 0.000 | 0.002 | 0.000 | 0.001 | 0.004 | -0.001 | 0.000 | -0.005 | -0.004 | 0.000 |
| 20-8-97 | 0.000 | 0.002 | -0.001 | 0.001 | 0.005 | -0.001 | -0.001 | -0.005 | -0.003 | 0.002 |
| 23-8-97 | 0.000 | 0.002 | -0.004 | 0.000 | 0.009 | -0.001 | -0.002 | -0.005 | -0.001 | 0.012 |
| 24-8-97 | 0.000 | 0.002 | 0.001 | 0.001 | 0.002 | -0.001 | 0.000 | -0.005 | -0.005 | -0.005 |
| 25-8-97 | 0.000 | 0.002 | 0.000 | 0.001 | 0.004 | -0.001 | 0.000 | -0.005 | -0.004 | 0.000 |
| 26-8-97 | 0.000 | 0.002 | -0.003 | 0.000 | 0.008 | -0.001 | -0.001 | -0.005 | -0.002 | 0.008 |
| 27-8-97 | 0.000 | 0.002 | -0.001 | 0.001 | 0.005 | -0.001 | -0.001 | -0.005 | -0.003 | 0.002 |
| 30-8-97 | 0.000 | 0.002 | -0.002 | 0.001 | 0.007 | -0.001 | -0.001 | -0.005 | -0.002 | 0.006 |
| 31-8-97 | 0.000 | 0.002 | -0.003 | 0.000 | 0.008 | -0.001 | -0.001 | -0.005 | -0.002 | 0.009 |
| 1-9-97 | -0.008 | 0.004 | -0.005 | -0.001 | 0.008 | 0.002 | -0.003 | 0.000 | 0.004 | 0.021 |
| 2-9-97 | -0.009 | 0.004 | -0.013 | -0.002 | 0.018 | 0.003 | -0.005 | 0.000 | 0.009 | 0.045 |
| 3-9-97 | -0.008 | 0.004 | -0.005 | -0.001 | 0.007 | 0.002 | -0.003 | 0.000 | 0.004 | 0.019 |
| 6-9-97 | -0.008 | 0.004 | -0.006 | -0.001 | 0.008 | 0.002 | -0.003 | 0.000 | 0.004 | 0.021 |
| 7-9-97 | -0.008 | 0.004 | -0.005 | -0.001 | 0.007 | 0.002 | -0.002 | 0.000 | 0.004 | 0.019 |
| 8-9-97 | -0.006 | 0.004 | 0.008 | 0.001 | -0.011 | 0.001 | 0.001 | 0.000 | -0.005 | -0.022 |
| 9-9-97 | -0.008 | 0.004 | -0.003 | 0.000 | 0.004 | 0.002 | -0.002 | 0.000 | 0.002 | 0.011 |
| 10-9-97 | -0.007 | 0.004 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.002 | -0.001 | 0.000 | 0.000 | 0.003 |
| 13-9-97 | -0.008 | 0.004 | -0.003 | 0.000 | 0.004 | 0.002 | -0.002 | 0.000 | 0.002 | 0.012 |
| 14-9-97 | -0.007 | 0.004 | 0.002 | 0.000 | -0.003 | 0.001 | 0.000 | 0.000 | -0.001 | -0.003 |
| 15-9-97 | -0.007 | 0.004 | 0.000 | 0.000 | -0.001 | 0.002 | -0.001 | 0.000 | 0.000 | 0.001 |
| 16-9-97 | -0.007 | 0.004 | 0.004 | 0.001 | -0.006 | 0.001 | 0.000 | 0.000 | -0.003 | -0.011 |
| 17-9-97 | -0.007 | 0.004 | 0.003 | 0.001 | -0.005 | 0.001 | 0.000 | 0.000 | -0.002 | -0.008 |
| 20-9-97 | -0.007 | 0.004 | 0.004 | 0.001 | -0.006 | 0.001 | 0.000 | 0.000 | -0.003 | -0.011 |
| 21-9-97 | -0.007 | 0.004 | -0.001 | 0.000 | 0.002 | 0.002 | -0.001 | 0.000 | 0.001 | 0.006 |
| 22-9-97 | -0.007 | 0.004 | -0.002 | 0.000 | 0.002 | 0.002 | -0.002 | 0.000 | 0.001 | 0.008 |
| 23-9-97 | -0.007 | 0.004 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.002 | -0.001 | 0.000 | 0.000 | 0.003 |
| 24-9-97 | -0.007 | 0.004 | 0.002 | 0.000 | -0.003 | 0.001 | 0.000 | 0.000 | -0.001 | -0.003 |
| 27-9-97 | -0.008 | 0.004 | -0.002 | 0.000 | 0.003 | 0.002 | -0.002 | 0.000 | 0.002 | 0.010 |
| 28-9-97 | -0.007 | 0.004 | -0.001 | 0.000 | 0.001 | 0.002 | -0.001 | 0.000 | 0.001 | 0.005 |
| 29-9-97 | -0.007 | 0.004 | 0.001 | 0.000 | -0.001 | 0.001 | -0.001 | 0.000 | -0.001 | 0.000 |
| 30-9-97 | -0.007 | 0.004 | 0.003 | 0.000 | -0.003 | 0.001 | 0.000 | 0.000 | -0.002 | -0.005 |
| 1-10-97 | -0.007 | 0.004 | 0.001 | 0.000 | -0.001 | 0.001 | -0.001 | 0.000 | -0.001 | 0.000 |
| 4-10-97 | -0.007 | 0.004 | 0.001 | 0.000 | -0.001 | 0.002 | -0.001 | 0.000 | -0.001 | 0.000 |
| 5-10-97 | -0.007 | 0.004 | 0.001 | 0.000 | -0.001 | 0.001 | -0.001 | 0.000 | -0.001 | 0.000 |
| 6-10-97 | -0.007 | 0.004 | 0.003 | 0.001 | -0.005 | 0.001 | 0.000 | 0.000 | -0.002 | -0.008 |
| 7-10-97 | -0.007 | 0.004 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.002 | -0.001 | 0.000 | 0.000 | 0.002 |
| 8-10-97 | -0.007 | 0.004 | 0.001 | 0.000 | -0.001 | 0.001 | -0.001 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| 11-10-97 | -0.007 | 0.004 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.002 | -0.001 | 0.000 | 0.000 | 0.002 |
| 12-10-97 | -0.007 | 0.004 | 0.004 | 0.001 | -0.005 | 0.001 | 0.000 | 0.000 | -0.002 | -0.009 |

© Arabic Digital Library - Yarmouk University

## عوائد الأسهم المحتسبة لغاية معرفة أثر إنشاء بورصة عمان/سوق الأوراق المالية

| Date | ABCO | BOJX | UBSI | AJIB | JOKB | THBK | JIFB | CABK | JONB | ARBK |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 25-1-99 | 0.005 | 0.000 | -0.003 | -0.001 | -0.001 | 0.000 | 0.002 | -0.002 | -0.002 | 0.000 |
| 26-1-99 | 0.004 | 0.000 | -0.003 | -0.002 | -0.004 | -0.008 | -0.003 | -0.002 | -0.009 | -0.008 |
| 27-1-99 | 0.003 | -0.001 | -0.003 | -0.002 | -0.006 | -0.014 | -0.007 | -0.002 | -0.016 | -0.016 |
| 30-1-99 | 0.006 | 0.001 | -0.004 | -0.001 | 0.002 | 0.007 | 0.007 | -0.002 | 0.006 | 0.008 |
| 31-1-99 | 0.005 | 0.000 | -0.003 | -0.001 | 0.001 | 0.004 | 0.005 | -0.002 | 0.002 | 0.004 |
| 1-2-99 | 0.005 | 0.000 | -0.003 | -0.001 | -0.001 | 0.001 | 0.003 | -0.002 | -0.001 | 0.001 |
| 2-2-99 | 0.005 | 0.000 | -0.003 | -0.002 | -0.002 | -0.002 | 0.001 | -0.002 | -0.004 | -0.002 |
| 3-2-99 | 0.005 | 0.000 | -0.003 | -0.001 | -0.001 | -0.001 | 0.002 | -0.002 | -0.002 | -0.001 |
| 6-2-99 | 0.004 | -0.001 | -0.003 | -0.002 | -0.005 | -0.011 | -0.005 | -0.002 | -0.013 | -0.012 |
| 7-2-99 | 0.006 | 0.001 | -0.004 | -0.001 | 0.002 | 0.009 | 0.008 | -0.002 | 0.007 | 0.010 |
| 13-2-99 | 0.006 | 0.001 | -0.004 | -0.001 | 0.003 | 0.010 | 0.009 | -0.002 | 0.008 | 0.011 |
| 14-2-99 | 0.005 | 0.000 | -0.003 | -0.001 | 0.000 | 0.004 | 0.005 | -0.002 | 0.002 | 0.004 |
| 15-2-99 | 0.006 | 0.000 | -0.003 | -0.001 | 0.001 | 0.005 | 0.006 | -0.002 | 0.004 | 0.006 |
| 16-2-99 | 0.005 | 0.000 | -0.003 | -0.001 | -0.001 | -0.001 | 0.001 | -0.002 | -0.003 | -0.001 |
| 17-2-99 | 0.004 | 0.000 | -0.003 | -0.002 | -0.003 | -0.005 | -0.001 | -0.002 | -0.007 | -0.006 |
| 20-2-99 | 0.007 | 0.001 | -0.004 | -0.001 | 0.005 | 0.016 | 0.013 | -0.003 | 0.015 | 0.018 |
| 21-2-99 | 0.004 | 0.000 | -0.003 | -0.002 | -0.003 | -0.006 | -0.001 | -0.002 | -0.007 | -0.006 |
| 22-2-99 | 0.005 | 0.000 | -0.003 | -0.002 | -0.002 | -0.004 | 0.000 | -0.002 | -0.006 | -0.004 |
| 23-2-99 | 0.005 | 0.000 | -0.003 | -0.002 | -0.002 | -0.002 | 0.001 | -0.002 | -0.004 | -0.002 |
| 24-2-99 | 0.005 | 0.000 | -0.003 | -0.001 | 0.000 | 0.003 | 0.004 | -0.002 | 0.001 | 0.003 |
| 27-2-99 | 0.006 | 0.001 | -0.004 | -0.001 | 0.003 | 0.011 | 0.009 | -0.002 | 0.009 | 0.011 |
| 28-2-99 | 0.005 | 0.000 | -0.003 | -0.002 | -0.002 | -0.004 | 0.000 | -0.002 | -0.005 | -0.004 |
| 1-3-99 | 0.005 | 0.000 | -0.003 | -0.001 | 0.000 | 0.002 | 0.004 | -0.002 | 0.000 | 0.002 |
| 2-3-99 | 0.005 | 0.000 | -0.003 | -0.001 | 0.001 | 0.004 | 0.005 | -0.002 | 0.002 | 0.005 |
| 3-3-99 | 0.004 | 0.000 | -0.003 | -0.002 | -0.004 | -0.007 | -0.002 | -0.002 | -0.009 | -0.008 |
| 4-3-99 | 0.005 | 0.000 | -0.003 | -0.002 | -0.002 | -0.002 | 0.001 | -0.002 | -0.004 | -0.002 |
| 7-3-99 | 0.007 | 0.002 | -0.004 | -0.001 | 0.007 | 0.023 | 0.017 | -0.003 | 0.021 | 0.025 |
| 8-3-99 | 0.004 | 0.000 | -0.003 | -0.002 | -0.003 | -0.005 | -0.001 | -0.002 | -0.007 | -0.006 |
| 9-3-99 | 0.004 | 0.000 | -0.003 | -0.002 | -0.003 | -0.006 | -0.002 | -0.002 | -0.008 | -0.007 |
| 10-3-99 | 0.005 | 0.000 | -0.003 | -0.002 | -0.002 | -0.004 | -0.001 | -0.002 | -0.006 | -0.005 |
| 11-3-99 | 0.000 | -0.001 | 0.000 | -0.003 | 0.000 | -0.002 | -0.003 | -0.002 | -0.003 | -0.002 |
| 14-3-99 | 0.000 | -0.001 | 0.000 | -0.003 | 0.001 | 0.001 | -0.001 | -0.002 | 0.000 | 0.002 |
| 15-3-99 | 0.000 | -0.001 | 0.001 | -0.003 | -0.002 | -0.005 | -0.005 | -0.002 | -0.006 | -0.005 |
| 16-3-99 | 0.001 | -0.001 | 0.000 | -0.003 | 0.001 | 0.003 | 0.000 | -0.002 | 0.002 | 0.004 |
| 17-3-99 | 0.000 | -0.001 | 0.000 | -0.003 | 0.000 | -0.001 | -0.002 | -0.002 | -0.002 | 0.000 |
| 18-3-99 | -0.001 | -0.001 | 0.001 | -0.003 | -0.003 | -0.008 | -0.007 | -0.001 | -0.009 | -0.008 |
| 21-3-99 | 0.001 | -0.001 | 0.000 | -0.003 | 0.002 | 0.003 | 0.001 | -0.002 | 0.002 | 0.004 |
| 22-3-99 | 0.000 | -0.001 | 0.000 | -0.003 | 0.000 | -0.001 | -0.003 | -0.002 | -0.002 | -0.001 |
| 23-3-99 | 0.000 | -0.001 | 0.000 | -0.003 | 0.001 | 0.001 | -0.001 | -0.002 | 0.000 | 0.002 |
| 24-3-99 | 0.000 | -0.001 | 0.000 | -0.003 | -0.001 | -0.002 | -0.003 | -0.002 | -0.003 | -0.002 |
| 25-3-99 | 0.000 | -0.001 | 0.000 | -0.003 | 0.001 | 0.001 | -0.001 | -0.002 | 0.000 | 0.001 |
| 31-3-99 | -0.002 | -0.002 | 0.001 | -0.004 | -0.007 | -0.020 | -0.015 | -0.001 | -0.021 | -0.021 |
| 1-4-99 | 0.000 | -0.001 | 0.000 | -0.003 | 0.001 | 0.002 | -0.001 | -0.002 | 0.001 | 0.002 |
| 4-4-99 | 0.000 | -0.001 | 0.000 | -0.003 | 0.000 | -0.001 | -0.003 | -0.002 | -0.002 | -0.001 |
| 5-4-99 | 0.000 | -0.001 | 0.000 | -0.003 | -0.001 | -0.002 | -0.003 | -0.002 | -0.003 | -0.002 |
| 6-4-99 | 0.000 | -0.001 | 0.000 | -0.003 | -0.001 | -0.003 | -0.004 | -0.002 | -0.004 | -0.003 |
| 7-4-99 | 0.000 | -0.001 | 0.001 | -0.003 | -0.001 | -0.004 | -0.004 | -0.002 | -0.005 | -0.004 |
| 8-4-99 | 0.000 | -0.001 | 0.000 | -0.003 | -0.001 | -0.002 | -0.003 | -0.002 | -0.003 | -0.002 |
| 11-4-99 | -0.001 | -0.002 | 0.001 | -0.003 | -0.004 | -0.013 | -0.010 | -0.001 | -0.014 | -0.013 |
| 12-4-99 | -0.001 | -0.001 | 0.001 | -0.003 | -0.002 | -0.007 | -0.007 | -0.001 | -0.008 | -0.007 |
| 13-4-99 | -0.001 | -0.001 | 0.001 | -0.003 | -0.003 | -0.008 | -0.007 | -0.001 | -0.009 | -0.008 |
| 14-4-99 | -0.002 | -0.002 | 0.001 | -0.004 | -0.007 | -0.019 | -0.014 | -0.001 | -0.020 | -0.020 |
| 15-4-99 | -0.001 | -0.001 | 0.001 | -0.003 | -0.002 | -0.007 | -0.007 | -0.001 | -0.008 | -0.008 |
| 18-4-99 | 0.000 | -0.001 | 0.000 | -0.003 | 0.000 | -0.001 | -0.003 | -0.002 | -0.003 | -0.001 |
| 19-4-99 | 0.001 | 0.000 | 0.000 | -0.003 | 0.002 | 0.005 | 0.001 | -0.002 | 0.004 | 0.006 |
| 20-4-99 | 0.000 | -0.001 | 0.000 | -0.003 | 0.000 | -0.001 | -0.002 | -0.002 | -0.002 | -0.001 |
| 21-4-99 | 0.001 | 0.000 | 0.000 | -0.003 | 0.004 | 0.011 | 0.005 | -0.002 | 0.009 | 0.012 |
| 22-4-99 | 0.001 | 0.000 | 0.000 | -0.003 | 0.003 | 0.007 | 0.003 | -0.002 | 0.006 | 0.008 |
| 25-4-99 | 0.002 | 0.000 | 0.000 | -0.003 | 0.006 | 0.014 | 0.008 | -0.002 | 0.013 | 0.016 |
| 26-4-99 | 0.000 | -0.001 | 0.001 | -0.003 | -0.001 | -0.005 | -0.005 | -0.002 | -0.006 | -0.005 |

© Arabic Digital Library - Yarmouk University

## عوائد الأسهم المحتسبة لغاية معرفة أثر إنشاء مركز إيداع الأوراق المالية

| Date | ABCO | BOJX | UBSI | AJIB | JOKB | THBK | JIFB | CABK | JONB | ARBK |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 25-3-99 | 0.000 | 0.000 | -0.002 | -0.002 | 0.002 | -0.001 | -0.003 | -0.002 | 0.001 | 0.002 |
| 31-3-99 | 0.001 | -0.005 | 0.006 | -0.007 | -0.006 | -0.022 | -0.006 | 0.002 | -0.018 | -0.021 |
| 1-4-99 | 0.000 | 0.000 | -0.002 | -0.002 | 0.003 | 0.000 | -0.003 | -0.002 | 0.002 | 0.003 |
| 4-4-99 | 0.000 | -0.001 | -0.001 | -0.002 | 0.001 | -0.003 | -0.003 | -0.002 | -0.001 | -0.001 |
| 5-4-99 | 0.000 | -0.001 | -0.001 | -0.003 | 0.001 | -0.004 | -0.003 | -0.002 | -0.002 | -0.002 |
| 6-4-99 | 0.000 | -0.001 | -0.001 | -0.003 | 0.001 | -0.005 | -0.004 | -0.002 | -0.002 | -0.002 |
| 7-4-99 | 0.000 | -0.002 | 0.000 | -0.003 | 0.000 | -0.006 | -0.004 | -0.001 | -0.004 | -0.004 |
| 8-4-99 | 0.000 | -0.001 | -0.001 | -0.003 | 0.001 | -0.004 | -0.003 | -0.002 | -0.002 | -0.002 |
| 11-4-99 | 0.001 | -0.003 | 0.003 | -0.005 | -0.003 | -0.015 | -0.005 | 0.000 | -0.012 | -0.013 |
| 12-4-99 | 0.000 | -0.002 | 0.001 | -0.004 | -0.001 | -0.009 | -0.004 | -0.001 | -0.007 | -0.007 |
| 13-4-99 | 0.000 | -0.002 | 0.001 | -0.004 | -0.001 | -0.009 | -0.004 | -0.001 | -0.007 | -0.008 |
| 14-4-99 | 0.001 | -0.005 | 0.005 | -0.007 | -0.006 | -0.021 | -0.006 | 0.002 | -0.017 | -0.020 |
| 15-4-99 | 0.000 | -0.002 | 0.001 | -0.004 | -0.001 | -0.009 | -0.004 | -0.001 | -0.007 | -0.008 |
| 18-4-99 | 0.000 | -0.001 | -0.001 | -0.002 | 0.001 | -0.003 | -0.003 | -0.002 | -0.001 | -0.001 |
| 19-4-99 | -0.001 | 0.000 | -0.004 | -0.001 | 0.004 | 0.003 | -0.003 | -0.003 | 0.004 | 0.006 |
| 20-4-99 | 0.000 | -0.001 | -0.001 | -0.002 | 0.002 | -0.003 | -0.003 | -0.002 | -0.001 | 0.000 |
| 21-4-99 | -0.001 | 0.002 | -0.006 | 0.001 | 0.006 | 0.009 | -0.002 | -0.004 | 0.010 | 0.013 |
| 22-4-99 | -0.001 | 0.001 | -0.005 | 0.000 | 0.005 | 0.006 | -0.002 | -0.004 | 0.007 | 0.009 |
| 25-4-99 | -0.001 | 0.003 | -0.007 | 0.002 | 0.008 | 0.013 | -0.001 | -0.005 | 0.013 | 0.017 |
| 26-4-99 | 0.000 | -0.002 | 0.000 | -0.003 | 0.000 | -0.007 | -0.004 | -0.001 | -0.004 | -0.005 |
| 27-4-99 | 0.000 | -0.001 | -0.001 | -0.003 | 0.001 | -0.005 | -0.004 | -0.001 | -0.003 | -0.003 |
| 28-4-99 | 0.000 | 0.000 | -0.002 | -0.002 | 0.003 | 0.000 | -0.003 | -0.002 | 0.001 | 0.002 |
| 29-4-99 | 0.000 | -0.001 | -0.002 | -0.002 | 0.002 | -0.002 | -0.003 | -0.002 | 0.000 | 0.000 |
| 2-5-99 | 0.001 | -0.003 | 0.003 | -0.006 | -0.003 | -0.015 | -0.005 | 0.000 | -0.012 | -0.013 |
| 3-5-99 | -0.001 | 0.001 | -0.004 | 0.000 | 0.004 | 0.004 | -0.002 | -0.003 | 0.006 | 0.007 |
| 4-5-99 | 0.000 | -0.001 | -0.001 | -0.003 | 0.001 | -0.005 | -0.004 | -0.001 | -0.003 | -0.003 |
| 5-5-99 | 0.000 | -0.001 | -0.001 | -0.003 | 0.001 | -0.004 | -0.003 | -0.002 | -0.002 | -0.001 |
| 6-5-99 | 0.000 | -0.001 | -0.002 | -0.002 | 0.002 | -0.002 | -0.003 | -0.002 | 0.000 | 0.000 |
| 9-5-99 | 0.000 | -0.001 | -0.001 | -0.003 | 0.001 | -0.004 | -0.003 | -0.002 | -0.002 | -0.002 |
| 10-5-99 | 0.000 | -0.002 | 0.000 | -0.004 | 0.000 | -0.008 | -0.004 | -0.001 | -0.005 | -0.006 |
| 11-5-99 | -0.002 | -0.001 | 0.000 | 0.000 | -0.001 | -0.003 | 0.000 | 0.001 | 0.000 | -0.001 |
| 12-5-99 | -0.002 | -0.001 | 0.000 | -0.001 | -0.002 | -0.004 | 0.000 | 0.002 | -0.002 | -0.002 |
| 13-5-99 | -0.002 | 0.001 | -0.003 | 0.002 | 0.001 | 0.004 | 0.001 | 0.000 | 0.005 | 0.006 |
| 16-5-99 | -0.002 | -0.001 | 0.000 | 0.000 | -0.002 | -0.003 | 0.000 | 0.001 | -0.001 | -0.002 |
| 17-5-99 | -0.002 | 0.000 | -0.001 | 0.001 | 0.000 | 0.001 | 0.001 | 0.001 | 0.003 | 0.003 |
| 18-5-99 | -0.001 | -0.002 | 0.002 | -0.001 | -0.003 | -0.007 | -0.001 | 0.002 | -0.005 | -0.006 |
| 19-5-99 | -0.002 | 0.001 | -0.004 | 0.002 | 0.002 | 0.007 | 0.001 | -0.001 | 0.008 | 0.009 |
| 20-5-99 | -0.002 | 0.000 | -0.002 | 0.001 | 0.001 | 0.003 | 0.001 | 0.000 | 0.005 | 0.005 |
| 23-5-99 | -0.002 | -0.001 | 0.001 | -0.001 | -0.002 | -0.004 | 0.000 | 0.002 | -0.002 | -0.003 |
| 24-5-99 | -0.002 | 0.000 | -0.001 | 0.000 | -0.001 | -0.001 | 0.000 | 0.001 | 0.001 | 0.001 |
| 26-5-99 | -0.001 | -0.001 | 0.001 | -0.001 | -0.002 | -0.005 | 0.000 | 0.002 | -0.002 | -0.003 |
| 27-5-99 | -0.002 | -0.001 | 0.000 | 0.000 | -0.001 | -0.002 | 0.000 | 0.001 | 0.000 | 0.000 |
| 30-5-99 | -0.001 | -0.002 | 0.001 | -0.001 | -0.003 | -0.006 | 0.000 | 0.002 | -0.004 | -0.005 |
| 31-5-99 | -0.001 | -0.003 | 0.003 | -0.003 | -0.005 | -0.012 | -0.001 | 0.003 | -0.008 | -0.011 |
| 1-6-99 | -0.002 | -0.001 | -0.001 | 0.000 | -0.001 | -0.001 | 0.000 | 0.001 | 0.001 | 0.001 |
| 2-6-99 | -0.002 | 0.000 | -0.001 | 0.001 | 0.000 | 0.001 | 0.001 | 0.001 | 0.003 | 0.003 |
| 3-6-99 | -0.002 | 0.000 | -0.002 | 0.001 | 0.000 | 0.001 | 0.001 | 0.000 | 0.003 | 0.004 |
| 6-6-99 | -0.001 | -0.002 | 0.001 | -0.001 | -0.003 | -0.006 | 0.000 | 0.002 | -0.003 | -0.004 |
| 7-6-99 | -0.002 | -0.001 | 0.000 | 0.000 | -0.002 | -0.004 | 0.000 | 0.001 | -0.001 | -0.002 |
| 8-6-99 | -0.001 | -0.003 | 0.003 | -0.002 | -0.005 | -0.011 | -0.001 | 0.003 | -0.008 | -0.010 |
| 13-6-99 | -0.002 | -0.001 | 0.000 | 0.000 | -0.002 | -0.004 | 0.000 | 0.001 | -0.001 | -0.002 |
| 14-6-99 | -0.002 | -0.001 | 0.000 | 0.000 | -0.001 | -0.002 | 0.000 | 0.001 | 0.001 | 0.000 |
| 15-6-99 | -0.002 | 0.000 | -0.002 | 0.001 | 0.001 | 0.003 | 0.001 | 0.000 | 0.005 | 0.006 |
| 16-6-99 | -0.002 | 0.001 | -0.002 | 0.002 | 0.001 | 0.003 | 0.001 | 0.000 | 0.005 | 0.006 |
| 17-6-99 | -0.002 | 0.001 | -0.004 | 0.002 | 0.002 | 0.006 | 0.001 | -0.001 | 0.008 | 0.009 |
| 20-6-99 | -0.002 | -0.001 | 0.000 | 0.000 | -0.002 | -0.004 | 0.000 | 0.001 | -0.001 | -0.002 |
| 21-6-99 | -0.002 | 0.000 | -0.001 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.001 | 0.002 | 0.002 |
| 22-6-99 | -0.002 | -0.001 | 0.000 | 0.000 | -0.002 | -0.004 | 0.000 | 0.002 | -0.002 | -0.002 |
| 23-6-99 | -0.002 | 0.000 | -0.002 | 0.001 | 0.000 | 0.002 | 0.001 | 0.000 | 0.004 | 0.004 |
| 27-6-99 | -0.001 | -0.003 | 0.003 | -0.003 | -0.005 | -0.012 | -0.001 | 0.003 | -0.009 | -0.011 |

© Arabic Digital Library - Yarmouk University

الملحق رقم 3
الرقم القياسي لأسعار الأسهم لقطاع البنوك

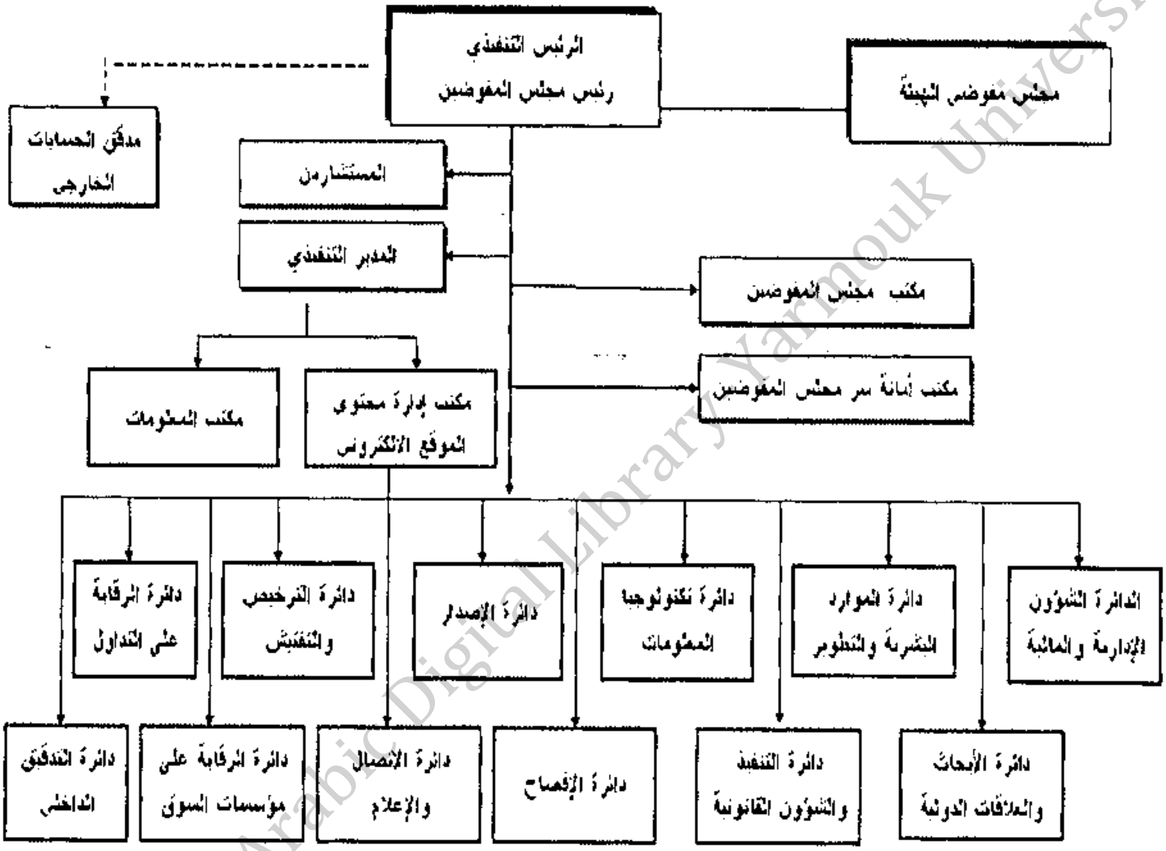
| Date | Bank Index | Date | Bank Index | Date | Bank Index |
|---|---|---|---|---|---|
| 20-7-97 | 2174.20 | 25-1-99 | 2846.76 | 28-4-99 | 2717.53 |
| 21-7-97 | 2167.60 | 26-1-99 | 2824.52 | 29-4-99 | 2717.21 |
| 22-7-97 | 2148.40 | 27-1-99 | 2782.70 | 2-5-99 | 2682.90 |
| 23-7-97 | 2144.60 | 30-1-99 | 2803.27 | 3-5-99 | 2699.79 |
| 26-7-97 | 2150.80 | 31-1-99 | 2814.33 | 4-5-99 | 2691.97 |
| 27-7-97 | 2140.30 | 1-2-99 | 2817.02 | 5-5-99 | 2687.50 |
| 28-7-97 | 2128.60 | 2-2-99 | 2810.27 | 6-5-99 | 2687.02 |
| 29-7-97 | 2139.00 | 3-2-99 | 2808.14 | 9-5-99 | 2682.29 |
| 30-7-97 | 2183.10 | 6-2-99 | 2775.97 | 10-5-99 | 2667.13 |
| 2-8-97 | 2170.50 | 7-2-99 | 2801.54 | 11-5-99 | 2664.75 |
| 3-8-97 | 2169.70 | 13-2-99 | 2829.18 | 12-5-99 | 2658.47 |
| 4-8-97 | 2164.60 | 14-2-99 | 2839.66 | 13-5-99 | 2672.52 |
| 5-8-97 | 2164.00 | 15-2-99 | 2854.66 | 16-5-99 | 2667.85 |
| 6-8-97 | 2163.80 | 16-2-99 | 2850.69 | 17-5-99 | 2674.84 |
| 9-8-97 | 2164.20 | 17-2-99 | 2835.73 | 18-5-99 | 2659.36 |
| 10-8-97 | 2170.20 | 20-2-99 | 2882.14 | 19-5-99 | 2681.53 |
| 12-8-97 | 2161.90 | 21-2-99 | 2865.57 | 20-5-99 | 2693.57 |
| 13-8-97 | 2147.50 | 22-2-99 | 2853.87 | 23-5-99 | 2686.35 |
| 16-8-97 | 2146.10 | 23-2-99 | 2848.00 | 24-5-99 | 2687.96 |
| 17-8-97 | 2135.80 | 24-2-99 | 2856.02 | 26-5-99 | 2679.18 |
| 18-8-97 | 2136.20 | 27-2-99 | 2886.13 | 27-5-99 | 2677.26 |
| 19-8-97 | 2135.50 | 28-2-99 | 2874.79 | 30-5-99 | 2664.31 |
| 20-8-97 | 2139.40 | 1-3-99 | 2880.29 | 31-5-99 | 2637.87 |
| 23-8-97 | 2160.20 | 2-3-99 | 2892.01 | 1-6-99 | 2639.05 |
| 24-8-97 | 2150.70 | 3-3-99 | 2870.98 | 2-6-99 | 2645.03 |
| 25-8-97 | 2150.20 | 4-3-99 | 2864.25 | 3-6-99 | 2653.26 |
| 26-8-97 | 2164.10 | 7-3-99 | 2929.60 | 6-6-99 | 2641.98 |
| 27-8-97 | 2166.40 | 8-3-99 | 2913.52 | 7-6-99 | 2636.88 |
| 30-8-97 | 2176.20 | 9-3-99 | 2894.23 | 8-6-99 | 2612.76 |
| 31-8-97 | 2191.50 | 10-3-99 | 2881.46 | 13-6-99 | 2607.62 |
| 1-9-97 | 2228.10 | 11-3-99 | 2876.71 | 14-6-99 | 2607.51 |
| 2-9-97 | 2307.50 | 14-3-99 | 2880.83 | 15-6-99 | 2620.60 |
| 3-9-97 | 2343.80 | 15-3-99 | 2866.64 | 16-6-99 | 2634.34 |
| 6-9-97 | 2383.80 | 16-3-99 | 2876.67 | 17-6-99 | 2655.78 |
| 7-9-97 | 2420.00 | 17-3-99 | 2875.36 | 20-6-99 | 2650.20 |
| 8-9-97 | 2377.10 | 18-3-99 | 2853.56 | 21-6-99 | 2653.63 |
| 9-9-97 | 2398.40 | 21-3-99 | 2864.06 | 22-6-99 | 2647.37 |
| 10-9-97 | 2404.60 | 22-3-99 | 2860.63 | 23-6-99 | 2656.06 |
| 13-9-97 | 2427.90 | 23-3-99 | 2865.48 | 27-6-99 | 2629.07 |
| 14-9-97 | 2421.80 | 24-3-99 | 2859.94 | 28-6-99 | 2614.55 |
| 15-9-97 | 2424.70 | 25-3-99 | 2863.43 | 29-6-99 | 2575.51 |
| 16-9-97 | 2403.20 | 31-3-99 | 2806.55 | 30-6-99 | 2577.13 |
| 17-9-97 | 2387.90 | 1-4-99 | 2812.02 | 1-7-99 | 2580.92 |

© Arabic Digital Library Yarmouk University

| *Date* | *Bank Index* | *Date* | *Bank Index* | *Date* | *Bank Index* |
|---|---|---|---|---|---|
| 20-9-97 | 2367.20 | 4-4-99 | 2809.21 | 4-7-99 | 2573.80 |
| 21-9-97 | 2379.30 | 5-4-99 | 2803.90 | 5-7-99 | 2578.29 |
| 22-9-97 | 2395.00 | 6-4-99 | 2796.84 | 6-7-99 | 2553.65 |
| 23-9-97 | 2400.70 | 7-4-99 | 2786.30 | 7-7-99 | 2554.45 |
| 24-9-97 | 2394.40 | 8-4-99 | 2780.95 | 8-7-99 | 2534.01 |
| 27-9-97 | 2414.00 | 11-4-99 | 2746.15 | 11-7-99 | 2539.78 |
| 28-9-97 | 2424.80 | 12-4-99 | 2726.27 | 12-7-99 | 2542.90 |
| 29-9-97 | 2424.50 | 13-4-99 | 2706.02 | 13-7-99 | 2524.84 |
| 30-9-97 | 2414.20 | 14-4-99 | 2655.12 | 15-7-99 | 2501.65 |
| 1-10-97 | 2413.90 | 15-4-99 | 2636.08 | 18-7-99 | 2516.58 |
| 4-10-97 | 2413.50 | 18-4-99 | 2632.66 | 19-7-99 | 2534.62 |
| 5-10-97 | 2412.90 | 19-4-99 | 2646.11 | 20-7-99 | 2593.99 |
| 6-10-97 | 2397.50 | 20-4-99 | 2644.03 | 21-7-99 | 2581.96 |
| 7-10-97 | 2401.50 | 21-4-99 | 2673.19 | 22-7-99 | 2585.01 |
| 8-10-97 | 2402.30 | 22-4-99 | 2693.86 | 25-7-99 | 2568.96 |
| 11-10-97 | 2406.90 | 25-4-99 | 2733.77 | 26-7-99 | 2566.76 |
| 12-10-97 | 2389.30 | 26-4-99 | 2720.83 | 27-7-99 | 2562.44 |
| 13-10-97 | 2384.50 | 27-4-99 | 2712.62 | 28-7-99 | 2557.02 |

© Arabic Digital Library - Yarmouk University

## الملحق رقم 4
### الهيكل التنظيمي لهيئة الأوراق المالية

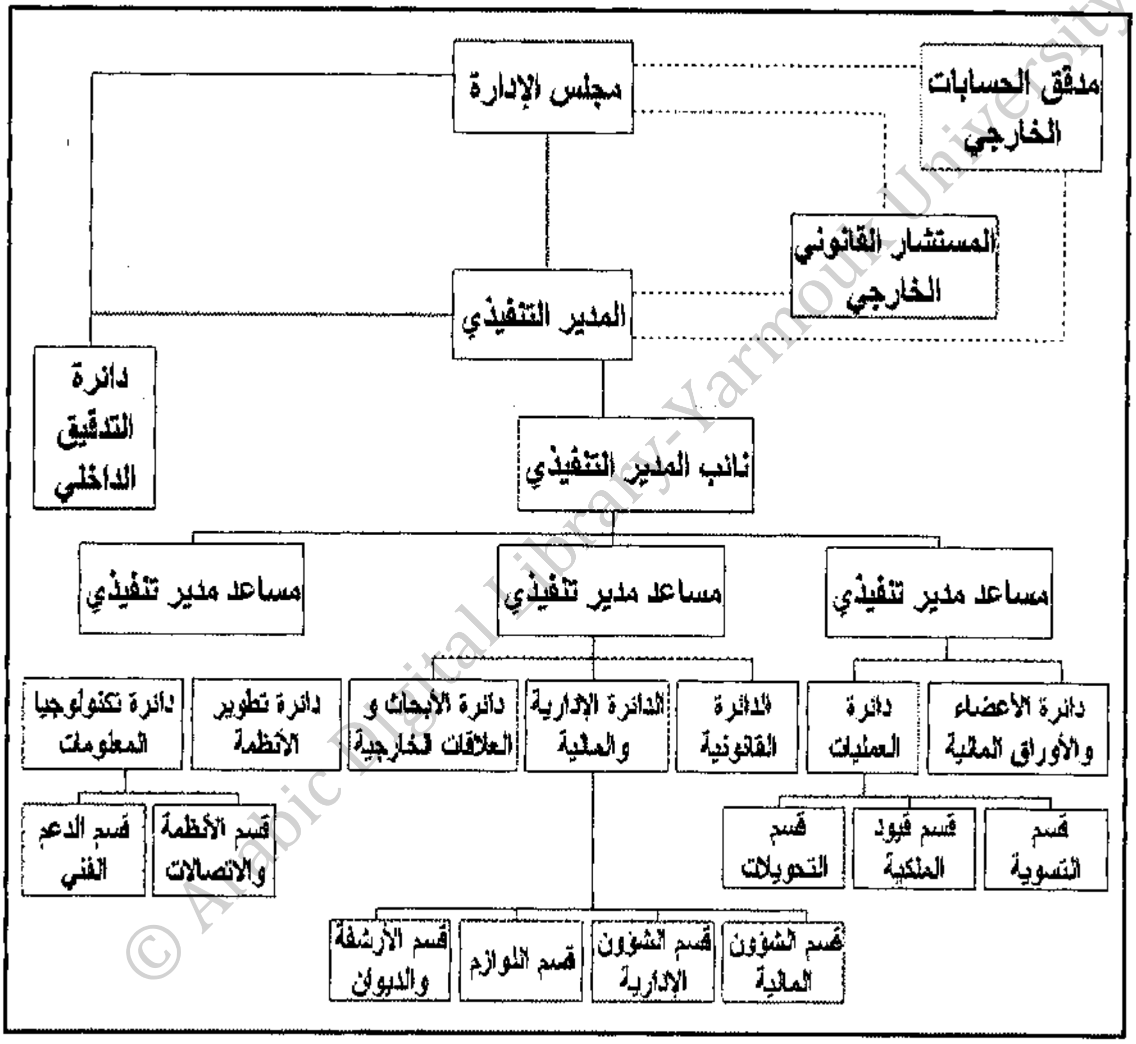



© Arabic Digital Library Yarmouk University

المصدر- هيئة الأوراق المالية، عمان، الأردن، 2008.

الملحق رقم 5

الهيكل التنظيمي لمركز إيداع الأوراق المالية

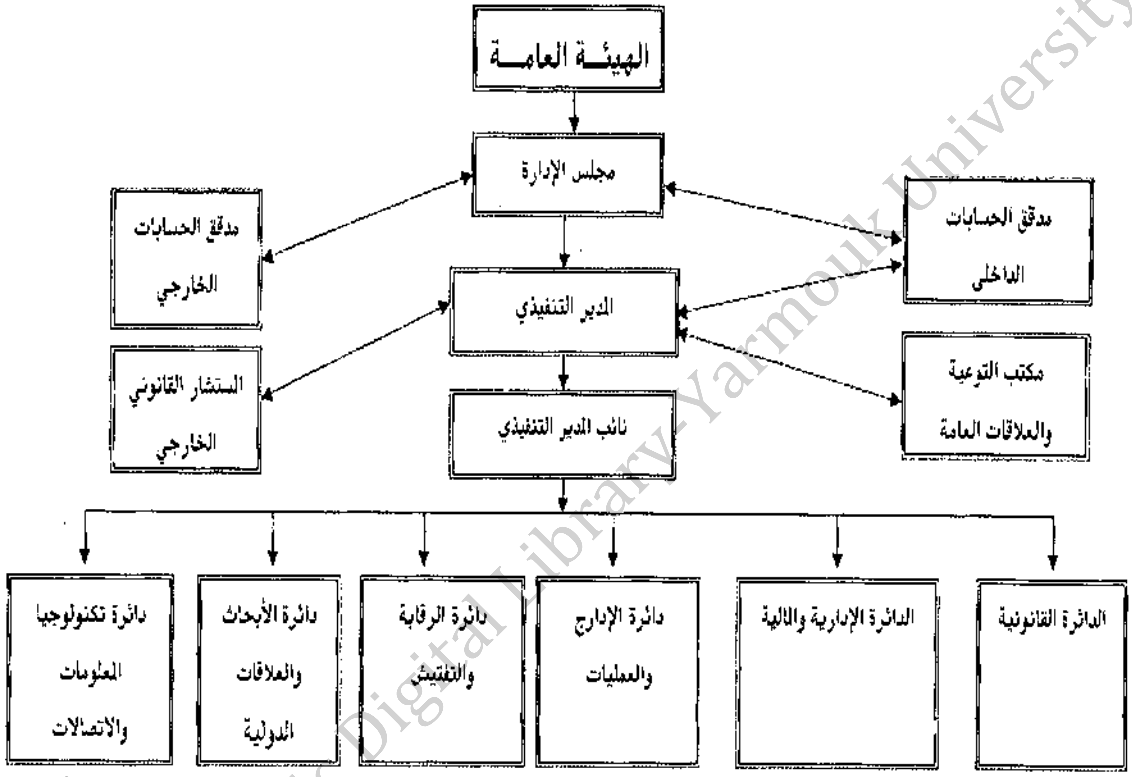


© Arabic Digital Library-Yarmouk University

المصدر- مركز إيداع الأوراق المالية، عمان، الأردن، 2008.

الملحق رقم 6

# الهيكل التنظيمي لبورصة عمان




المصدر- بورصة عمان/ سوق الأوراق المالية، عمان، الأردن، 2008.

© Arabic Digital Library-Yarmouk University

**Abstract**

This study aimed to investigate the impact of restructuring of Amman Financial Market (AFM) on stock returns of the Jordanian commercial banks listed in the ASE.

To estimate the impact of restructuring of AFM on the banks stock returns and despite from most literiture review in this field we adopted a methodology takes some of macro-economic variables that have effect on stock returns in consideration through multiple linear regression model, which involves Inflation rate, industrial production, money supply (MS2), and treasury bills, and we depend on two sub-periods one is before and the other is after the restructuring process, the length of each period was 79 months. The first period is from 1-2-1991 to 31-8-1997, and the second period is from 1-6-1999 to 31-12-2005.

Depend on market methodology we estimate the impact of establishing each institution of the three market institutions (Security Exchange Commission, Amman Stock Exchange, Security Depository Center), we also involved a dummy variable in this model to represent the establishing of each of those institutions and we depend on two sub-periods, the length of each of them 30 days. And we choose this period to estimate the effect of these institutions on banks stock returns on short term.

The results, however, show that the restructuring changes that occured in AFM indicates positive statistically significant on the .10 level of significance on most of the banks stock returns. This could be explained that Jordainian financial market after the restructuring changes

© Arabic Digital Library Yarmouk University

that occurred had increased the investor's confidence in the market, which reflected positively on stock returns of the Jordainian commercial banks listed in the ASE.

Inspite of our research results which show a positively statistically significant on most banks stock returns we don't ensure that stock returns of other banks had not been affected by the restructuring process, but we ensure on the importance of trying other models with adding other variables and indicators as political changes, this research recommend studying the effect of restructuring changes on other indicator such as market value and value trading.

© Arabic Digital Library-Yarmouk University